Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1989

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-20-289

CN ISSN 0067-3587

Printed in Canada

90-04154/

Bank of Canada · Banque du Canada

John W. Crow
Governor · Gouverneur

Ottawa K1A 0G9

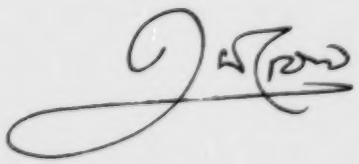
28 February 1990

The Hon. Michael H. Wilson, P.C.
Minister of Finance
O t t a w a

Dear Mr. Wilson,

In accordance with the provisions of the Bank of Canada Act, I am submitting my report for the year 1989 and a statement of the Bank's accounts for this period, signed and certified in the manner prescribed in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,



BANK OF CANADA

REPORT OF THE GOVERNOR – 1989

GENERAL OBSERVATIONS 7

ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS

Demand, economic activity and inflation 13

Monetary and financial developments 21

International developments 29

BANK OF CANADA OPERATIONS

Bank of Canada monetary policy operations 35

Management of government debt and cash balances 37

Foreign exchange operations 41

Note issue, debt service and banking operations 45

APPENDIX TABLES 49

FINANCIAL STATEMENTS 61

BOARD OF DIRECTORS 69

SENIOR OFFICERS 70

REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES 71

GENERAL OBSERVATIONS

In the past year monetary policy in Canada has attracted a great deal of commentary. Accordingly, before reviewing Bank of Canada actions in any detail, it is worth spending a moment discussing what monetary policy is basically about.

Monetary policy has above all to do with controlling the pace at which money is created. It is also an instrument of public economic policy. So this control should be used to make the best contribution monetary policy can to the effective functioning of the Canadian economy.

The unique contribution that monetary policy can consistently make to good economic performance is to ensure that Canadians can conduct their economic affairs with the benefit of a money that they trust. This means that monetary expansion needs to be limited so that money will retain its value – that is, its purchasing power.

This is important because we have a monetary economy. In other words, our economy depends crucially on money in order to function. Such an economy will clearly operate better if its citizens retain confidence in the money they use, whether they consume, save, or invest.

One reason why it is difficult to achieve monetary stability, or in other words price stability, is that faster money creation promises, on the surface, to be a painless way of generating the additional income and spending for which there is always a strong demand. Inflationary monetary policy seems painless because the damage that it causes to the economic fabric tends to show up with a lag, and even then the damage is generally corrosive rather than abrupt. No individual or group, except of course with hindsight the monetary authority, can be pinpointed as being the cause of this damage.

In practising monetary policy, it is necessary of course to make all kinds of judgments. Such considerations as how best to gauge whether monetary policy is on the right track, by what particular means it exerts its effects on financial markets and on the economy, and how monetary policy might interact with other economic policies, both here and abroad, are important issues for analysis and discussion. The Bank of Canada contributes through a variety of channels to the necessary exchange of information and ideas in this area, and, as is usual, this Report reviews aspects particularly relevant to developments over the past year. However, the point to underline here is that the truly lasting benefit that monetary policy can provide to the economy is to preserve the value of money. Therefore, in judging the appropriateness of particular monetary policy actions, it is essential to keep this objective clearly in view.

The economic environment and monetary policy actions

Details on economic developments, both international and domestic, are provided later in this Report. Here, however, some important aspects are highlighted.

First, as regards the world economy, there was some shift in the thrust of economic activity among the leading industrial nations. While the advance in production in North America slowed, as economic policy responded to tight supply conditions and to stronger inflation pressures arising from earlier rapid gains in economic activity, considerable economic vigour was evident in Japan and much of Europe. The Japanese economy has shown a remarkable ability to adapt from an export-led economy to one whose focus is more on the expansion of domestic demand. In much of Europe, the transformation of activity and expectations from the doldrums of a few years ago is linked in large part to the quickening of anticipations regarding 'Europe 1992'. Recent events in Eastern Europe have added an additional element to prospects for economic expansion.

In this context, it is also worth noting that throughout the industrial world far greater attention is paid now than even a few years ago to structural policies designed to enhance the ability of an economy to increase the supply of goods and services demanded of it. Furthermore, those policies – whether involving privatization, the removal of adverse tax incentives, the easing of barriers that limit international trade or promote monopoly power, to cite some leading aspects – should now begin to pay off in terms of improved potential for economic growth and the improved ability to cope with adverse economic shocks.

However, the additional output generated by a better supply performance is by no means unlimited, and by no means dispenses with the need to keep demand in balance with supply. Indeed, in Europe and Japan inflation pressures have intensified as demand has surged. Short-term interest rates have increased appreciably in those countries as monetary policies addressed those pressures, and longer-term rates have also risen in response to the turn in market expectations. More recently, longer-term rates have also gone up in the United States.

Within Canada the pace of economic activity shifted somewhat across regions. A notable pickup in large parts of the West was counterbalanced by a slower advance in the centre of the country, including a moderate easing of the particularly severe pressures on production capacity in southern Ontario. In the Atlantic provinces, growing evidence of the scarcity of fish stocks and consequent threat to the jobs that depend on them brought into further relief some of the deep-seated problems of economic structure in this region.

The fact that Canada has a unified financial market, that funds cannot be tied up in one region or industry and that savers and investors are free to seek the best use of their resources across the country, seems now to be better recognized. This freedom, crucial to efficient national economic development, also means that the scope of monetary policy is of necessity national. There is not, and cannot be, any regional management of monetary expansion. Accordingly, in making decisions about monetary policy the Bank of Canada focusses on national economic conditions. 'National economic conditions' is a comprehensive term. Every region, every industry, is included, and it is on this basis that judgments in implementing monetary policy are made.

In reviewing the Bank's policy actions, let me begin by noting that total spending in the Canadian economy, which had been expanding at a pace too fast to be healthily sustained, increased in 1989 at a somewhat more moderate pace than in 1988. But despite this welcome moderation in spending, to an increase of about 7 per cent, Canada's underlying inflation performance deteriorated in 1989, reflecting the fact that the level of demand pressures in the economy remained strong. With the persistent overall tightness in product and labour markets, cost increases accelerated through the year. The trend of consumer price inflation was also up, to 5 per cent in 1989 from 4 per cent earlier. Moreover, inflation pressures picked up in all regions and became more evenly distributed across the country – a clear indication of the national dimension of the problem. Bank of Canada actions were addressed to resisting, moderating and turning around those pressures.

The financial aggregates to which the Bank of Canada pays closest attention provided further evidence of strongly maintained spending in the economy. The monetary aggregates M2 and M2+ registered persistently strong expansion in 1989. As discussed later in this Report some of this growth needs to be discounted, but even when this discount is made, monetary expansion exceeded 10 per cent. Total business and household credit continued to expand at double-digit rates. In the case of households, the demand for mortgage credit was exceptionally strong, rising by 15 per cent. With advances of this size, it would be difficult to contend that the Canadian economy was faced with a shortage of money or credit.

In these circumstances, a policy aimed at achieving moderate monetary expansion has meant pressure on monetary conditions. Short-term interest rates rose by about 1¼ percentage points in early 1989, and held relatively steady through the balance of the year. With U.S. short-term interest rates trending down from March, strong Bank of Canada action in money markets was required at times to underscore that Canadian monetary conditions need to reflect first and

foremost the financial and economic situation that exists in Canada.

It was against this background that the Canadian dollar appreciated further. In particular, by the end of 1989 it had risen by some 3 per cent against the U.S. dollar.

Among all the specific aspects of monetary policy, the relationship between Bank of Canada actions and the exchange rate has perhaps attracted most attention and critical comment in the past year. Accordingly, in the next section of these remarks I want to review at some length the operation of Canadian monetary policy with particular focus on the openness of Canada to the world economy.

But just before doing that, it is useful to register that even though the trend of inflation in Canada has accelerated in the past couple of years, the prices of our imports, which account for approximately a quarter of all spending by Canadians, are in fact slightly lower than two years ago. This decline is in very large measure attributable to the appreciation of our currency over the past few years. And as a plain matter of economic arithmetic, if this appreciation had not occurred the prices paid by Canadians would have risen still faster than they did. What this way of looking at our situation underscores is that, since the inflation coming from domestic forces driving up our costs and prices was offset in part by the drop in import prices, those domestic inflation forces must have been very powerful indeed.

Monetary policy and the open Canadian economy

Canada has a flexible exchange rate regime. This means that the international value of the Canadian dollar fluctuates in accordance with variations in the supply and demand for it. Much of the criticism levelled at the Bank of Canada in 1989, particularly by exporters, appeared to stem from a view that, with this exchange rate regime, monetary policy had an inappropriate impact on the Canadian dollar, letting it fluctuate sharply upward. It is in this light that I want to look at what this regime does and does not imply for monetary policy, first more generally and then in the specific context of the past year.

Monetary policy actions are by no means the only factor affecting the exchange rate, but those actions, through their impact on short-term interest rates, are bound to have an effect on the exchange value of the currency. In fact, and this perhaps needs emphasizing, it is through those financial market channels – interest rates and the exchange rate – that monetary policy exerts its necessary influence on total dollar spending in the economy, and consequently on the overall degree of inflation pressure.

Another important influence on the Canadian dollar over the years has been shifts in our international terms of trade – the prices we receive on average in world markets for our exports compared to those we pay for our imports. It is a demonstrated fact that because we are a major producer of industrial and agricultural commodities, whose world prices are subject to considerable swings over extended periods, our terms of trade do fluctuate appreciably. They went down about 10 per cent in the first part of the 1980s before rising equally sharply over 1987 and 1988. The rise in these latter two years was an important element behind the strengthening of the external value of the Canadian dollar over that period. Furthermore, exchange rate movements in response to such swings in the terms of trade constitute a kind of economic buffer. As is described in a later section of this Report, they help to spread the impact of a shift in the terms of trade across the economy.

A flexible exchange rate regime can in these ways provide important benefits for national economic management. What it does not do is provide an excuse for following a monetary policy that is inflationary.

With a flexible exchange rate, it might seem from some points of view that a good approach to monetary policy is to make sure that it is always sufficiently expansionary to lessen or even entirely avoid any tendency for the currency to appreciate in response to improving world conditions for our export trade (as was in fact the tendency for Canada in 1987 and 1988), and to help the currency to depreciate in order to offset any potential loss of export competitiveness when there is any strong inflation of domestic costs (as happened here in 1989). However, a monetary policy that is directed in this way has surrendered control over monetary expansion.

And it has surrendered this control for no useful purpose. Such a policy is guaranteed to unleash inflation, and this is what in fact has happened whenever and wherever it has been tried. The export sector, much less the rest of the economy, is not helped by a monetary policy that throws away the compass with regard to control of domestic costs, even if the exchange rate slides to offset the continuous pressure on export price competitiveness. There is nothing in this inflationary policy that promotes productive efficiency, which is at the heart of a competitive economy. Indeed, such a policy, because of the damage it does to our money, would make us less productive.

There is a global perspective as well. National policies which do not resist inflation, and which look to exchange rate depreciation to keep exporters competitive, hinder rather than help the expansion of the world economy. For international trade to flourish, with all the economic benefits that this brings, what is wanted is as much general exchange rate stability as is reasonably possible. How much stability is reasonable will depend importantly on the degree to which nations differ in terms of economic structure, and this can be the subject of much debate. But in any case, as we learned in the 1970s, inflationary national policies make even any semblance of international exchange rate stability a complete non-starter.

As regards the specific situation of the past year, the criticism that seemed to be expressed most often concerning monetary policy was the following. By allowing a widening of the differentials by which Canadian short-term interest rates exceeded comparable U.S. interest rates – holding up Canadian short-term rates as U.S. rates were declining – monetary policy was being inappropriately tight. It was argued that the policy was especially inappropriate because it put upward pressure on the exchange value of the Canadian dollar, which in turn squeezed the competitive position of Canadian industries.

As was pointed out earlier in these opening observations, the essential situation facing monetary policy has been that spending in the Canadian economy has been too high, giving rise to progressively stronger pressures on inflation. Those pressures have been distinctly greater in Canada than in the United States. So, simply on the basis of a comparison of the pressures on inflation, actions to limit the pace of monetary expansion and demand expansion in Canada implied Canadian short-term interest rates appreciably higher than those in the United States. This difference in interest rates was indeed an element in the rise in the value of the Canadian dollar against the U.S. dollar during 1989.

Accordingly, bearing in mind the way monetary policy necessarily operates, the criticism that it has been putting too much pressure on interest rate differentials and the exchange rate must then come from a belief that monetary policy has gone too far in fighting inflation.

The crucial weakness with this argument, as has already been noted and as will be discussed elsewhere in this Report, is that the evidence does not support it. In 1989 the momentum of inflation in Canada, and above all, the inflation that is made in Canada, was in an upward direction – in other words away from, not towards, price stability.

With respect to conditions in money and exchange markets it may however be noted that, other things being equal, demand restraint through fiscal policies, at whatever level of government – or, for that matter, a moderation of private spending forces – helps to ease the pressures of an anti-inflationary monetary policy on short-term interest rates and the exchange rate.

Concerns have also been expressed regarding the role of the exchange rate in the widening during 1989 of the current account deficit of Canada's balance of payments. Our current account can be expected to vary with shifts in cyclical economic conditions. Recently, an important element driving up imports has been the exceptional pace of domestic spending, and in particular the strength of business investment in machinery and equipment, which has a high import content. However, what will essentially determine how the Canadian current account performs across the years will not be the precise stance of monetary policy, but the extent to which Canada can generate its own private and public savings to match its demand for investment. How to generate those savings is not an issue that can be tackled through monetary

policy, which has to do essentially with the inflation component of total dollar national income rather than with how much of that income is saved.

A similar point is in order regarding the broad world scene. The initiatives for economic co-operation and co-ordination across major industrialized countries, including Canada, have as their immediate objective the easing of the present international imbalances in trade and payments. In order to mitigate the imbalances of spending and saving that are the origin of those international imbalances of trade and payments, the focus has rightly been on what can be done through fiscal policies and policies relating to economic structure, and not on monetary policies. These international imbalances cannot be erased by greater stimulus from monetary policies.

In concluding this section, it hardly needs emphasizing that the fact that our economy is closely linked to the world economy through both trade and capital flows adds a major element of complexity to national financial policy. The exchange rate is clearly a very important price for Canadians. In managing our economic affairs we are bound to be sensitive to the effects of fluctuations in the international value of our currency on demand, on inflation, and on incentives to export.

Developments at the beginning of 1990 are a good illustration of how the exchange rate matters. With some signs of moderating demand pressures that were expected to become more pronounced in the period ahead, the Bank of Canada undertook in mid-January to encourage some monetary easing of a very limited nature. However, the sharp drop in the exchange value of the Canadian dollar in response to a small decline in short-term interest rates meant a rather substantial easing of overall monetary conditions – that is, the combined effect on demand of a change in short-term interest rates and in the exchange rate. At the same time, the decline in the Canadian dollar, because it contributes directly to an increase in the prices paid by Canadians, also carried with it a more direct risk of worsening the inflation climate. Given the degree of easing that such an exchange rate movement implied, the Bank needed to take offsetting action and to ensure that the movement in the currency did not begin to snowball. The danger in such an exaggerated movement was that it would prevent the progress in improving Canada's inflation performance that is the foundation of monetary policy.

As a result of the Bank's actions in money markets, short-term interest rates moved back up, and at the end of February 1990 were at levels higher than at the end of 1989. Nonetheless, taking into account the offsetting effects of the higher interest rates and lower Canadian dollar, there appears on balance to have been some easing in overall monetary conditions in Canada.

Let me underline the broad approach to policy underlying the Bank's actions in this episode. In making judgments about monetary conditions and about any required policy actions, the Bank takes full account of the effects of exchange rate movements on the pace of spending and inflation in Canada. But in taking into account these effects, the Bank does not aim at a particular exchange rate or exchange rate range. To return to a point made earlier in these observations, with monetary policy directed towards bringing about stability in our domestic costs and prices, it is not possible or desirable to try at the same time to bring about a specific exchange rate for the Canadian dollar. Nonetheless, a monetary policy that seeks stability in the value of the Canadian dollar in Canada will also over time make the best contribution it can to stability of the Canadian dollar in international markets.

* * * * *

At the start of these remarks I emphasized the responsibility of monetary policy to provide a trustworthy monetary standard. In finishing let me add some further comments in this area.

In 1989, given the strength of the forces behind Canadian inflation, Bank of Canada actions did not result in any improvement in our inflation performance. While there have more recently been some signs of easing in the pressures on costs and prices, the extent of easing has not been very great. In the actions it undertakes in money markets, the Bank of Canada will of course continue to pay central attention to how the trend of those pressures develops.

In this regard, it is worth pointing out what

is wrong with the view that a monetary policy that fights inflation is a high interest rate policy. The problem is basically one of perspective.

It is certainly true that resisting inflationary forces by a refusal to print money to accommodate those forces will, other things being equal, put upward pressure for a time on short-term interest rates. That is the way monetary policy works. However, the real and lasting upward pressure on interest rates comes not through anti-inflationary policy but through policies that encourage or accommodate inflation. And with inflation the pressure on rates is across the board, not just on short-term rates but on medium- and long-term rates as well. An inflationary monetary policy will not contribute more than temporarily to lower interest rates because sustained inflation, or even the mere anticipation of sustained inflation, inevitably affects the attitudes of lenders and borrowers. Lenders demand compensation through higher interest rates for the likely erosion in the value of the funds they are committing. And borrowers, because they see the same inflationary prospects, are prepared to pay up without curbing their demand for funds. There are plenty of examples of this reaction both in our own recent history and in other countries.

An anti-inflationary monetary policy, by the confidence in our money that it generates, constitutes an essential investment in low interest rates. The Bank of Canada is aiming to promote that confidence.

ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS

Demand, economic activity and inflation

By the end of 1988 the Canadian economy had expanded to the point where aggregate demand was straining available supply and inflation pressures were escalating. During 1989 the advance of total spending moderated, yet because of the cumulative expansion of demand over a number of years the level of economic activity remained high and inflation pressures intensified. Indeed, Canadian consumer prices rose more rapidly in 1989 than they did in any of the previous five years, exceeding the inflation recorded in the United States and in the five major overseas economies as a group. Within Canada, rates of inflation across the country converged substantially during 1989.

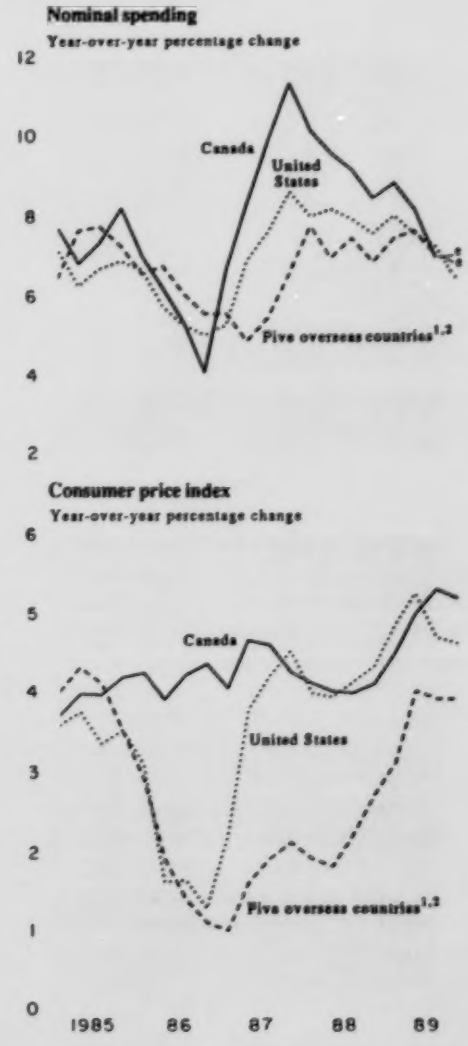
Demand and economic activity

Total dollar spending is estimated to have increased by about 7 per cent during 1989, down from 8½ per cent during 1988. This lower increase reflected more moderate expansion in the volume of aggregate demand, which rose by about 2¼ per cent compared to 4 per cent the previous year. While the slowing in the pace of expansion resulted in some easing in rates of resource use, both product and labour markets nevertheless remained tight in 1989.

The expansion of spending on Canadian goods and services was driven more by domestic demand and less by foreign demand than in 1988. The growth in total domestic demand in volume terms was over 4½ per cent, despite the moderating influence of higher interest rates, while export growth slowed substantially in response to slowing aggregate demand in the economies of Canada's main trading partners and a less favourable domestic competitive position. Indeed, the volume of exports declined during 1989.

Within the domestic economy, business investment provided an important stimulus to demand. Spending on machinery and equipment

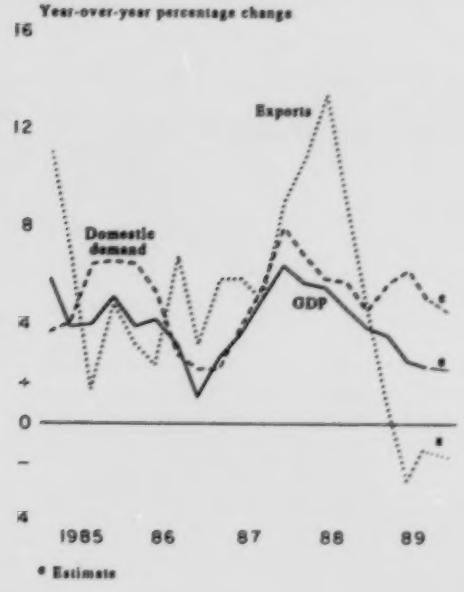
International comparisons



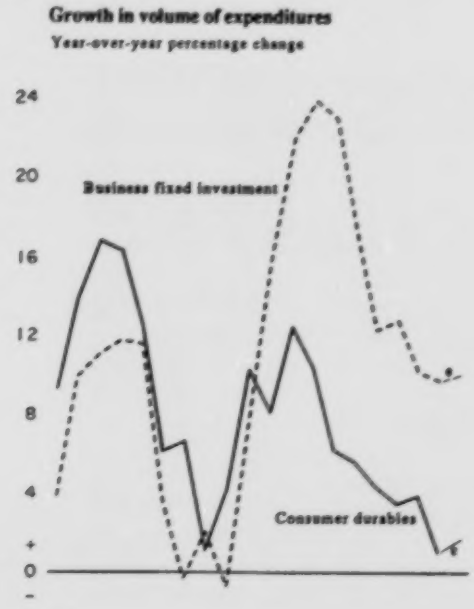
1. Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy
2. 1987 GDP/GNP weights

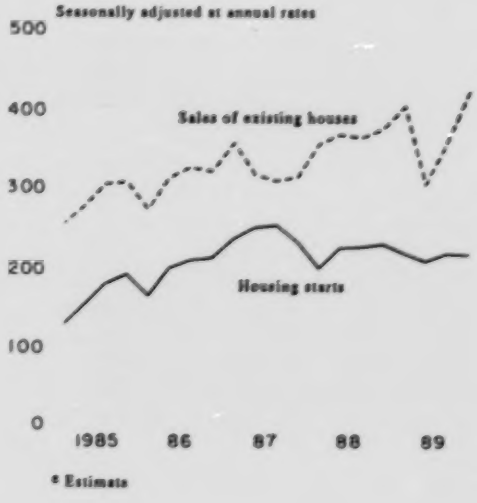
e Estimate

Growth in the volume of gross domestic product, domestic demand and exports



Selected indicators of household and business demand





and on construction grew strongly, as firms continued to respond to high rates of capacity use, falling capital goods prices and competitive pressures in world markets. Residential investment and activity in resale housing markets softened in midyear, but recovered strongly in the second half, led by very active markets in British Columbia and Alberta. Housing starts for the year as a whole, at 215 thousand units, were down just over 3 per cent from the 1988 total, but were still at a high level and well above industry expectations.

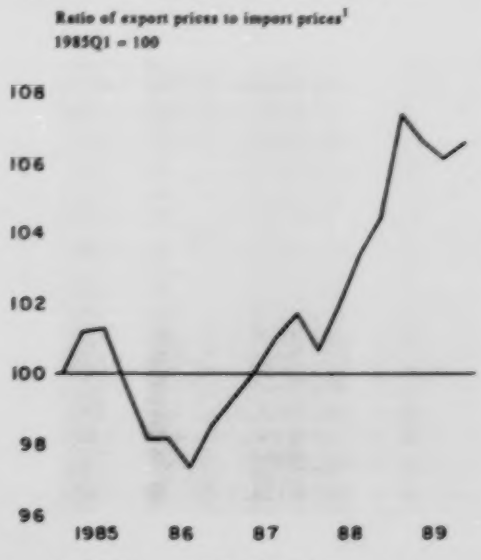
Particularly significant in the slowing of growth in total spending was reduced demand for automobiles in North American markets. Producers had some success in sustaining sales through the year, despite the higher interest rates, with aggressive purchase incentives, but for the year as a whole vehicle sales in North America were down sharply. Canadian exports of motor vehicles and parts trended down through the year, falling almost 6 per cent in volume terms in the twelve months to December. Within Canada, the reduced demand for automobiles was the main source of slowing in consumer durable expenditures, but all major components of consumer demand advanced less rapidly in 1989 as households tended to become more cautious about spending, raising the savings rate to about 10 per cent from just under 9¼ per cent in 1988.

Firms remained cautious concerning inventory levels. Mindful of the risks of a slowing in demand, most industries have kept stocks low and have responded quickly to any signs of weaker sales. As a result, stock-to-sales ratios remained low through 1989 and there were few signs of the buildup of inventories that has preceded and accentuated most downturns in production.

The high level of demand in the Canadian economy and lower relative prices for imported goods, resulting in large measure from the appreciation of the Canadian dollar over recent years, led to continued growth of imports. The strength of business investment spending, which has a relatively high import content, was an important contributing factor, but imports of consumer goods, other than automobiles, were also strong. The combination of lower exports and further growth in imports led to a decline in the merchandise trade surplus in volume terms. The terms of trade – the ratio of export prices to import prices – eased somewhat through the

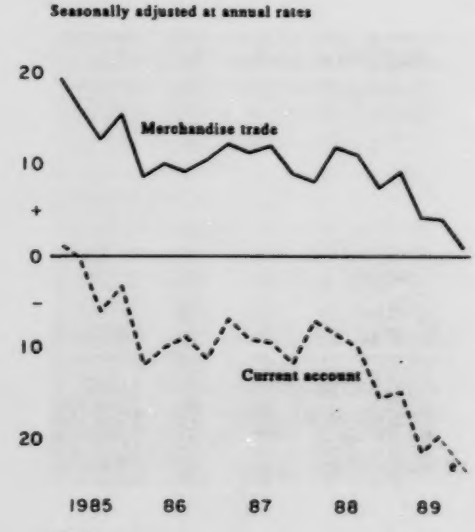
Current account of the balance of payments

Canadian international terms of trade



1. Based on seasonally adjusted data

Selected balances



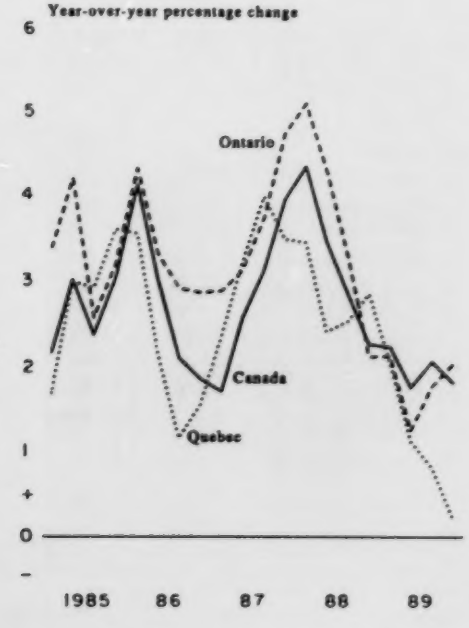
* Estimate

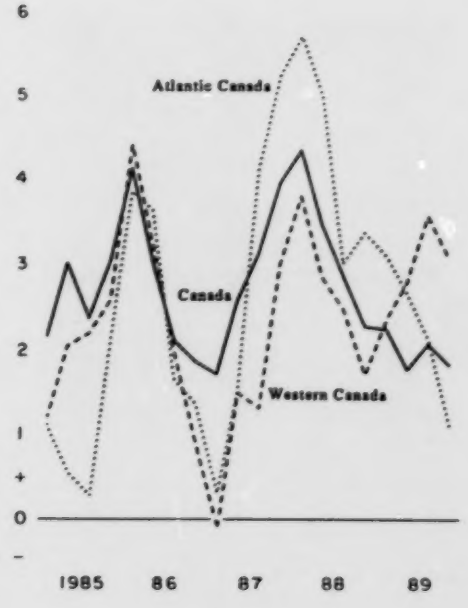
year, but from a very high level attained in the first quarter. For the year as a whole the terms of trade were well above the average for 1988, continuing the sharp advances recorded since 1986. This increase was not sufficient, however, to prevent a decline in the merchandise trade balance in current dollars. The deficit on current account also widened, in part reflecting the narrower trade surplus. It also reflected a rise in net interest payments to non-residents, which was only partially offset by a further increase in net transfers of funds into Canada by immigrants.

Labour markets remained tight in 1989 and many industries faced difficulties in finding skilled labour. The economy continued to generate growth in employment, which rose by 1½ per cent in the 12 months ending in December, but higher immigration and further increases in labour force participation, especially by women, contributed to a slightly stronger increase in the labour force. While the rate of unemployment fell to 7.3 per cent (on a seasonally adjusted basis) in June, by December the rate had risen to 7.7 per cent, just above its level at the end of 1988. In January 1990 the unemployment rate rose to 7.8 per cent, despite strong employment growth. On a regional basis, employment growth in 1989 jumped well ahead of the national average in western Canada, but fell below it in Quebec and, towards the end of the year, in the Atlantic provinces.

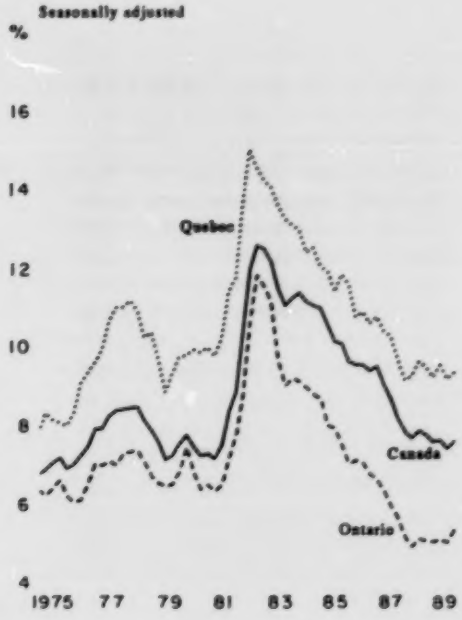
The pace of economic activity across the country has varied considerably over the past several years. An important factor explaining regional variations in economic performance has been the pronounced swings in Canada's terms of trade linked to the movements in commodity prices. As noted above, the terms of trade remained at a high level through 1989. Indeed, despite some easing through the year, commodity prices remain relatively high compared to just a couple of years ago and have generated considerable income growth for those parts of the country dependent on resource-based industries. But the fact that the Canadian dollar appreciated in response to the run-up in the terms of trade provided an important mechanism for spreading the resulting economic gains to consumers and producers across the country through lower import prices, and for distributing the pressures

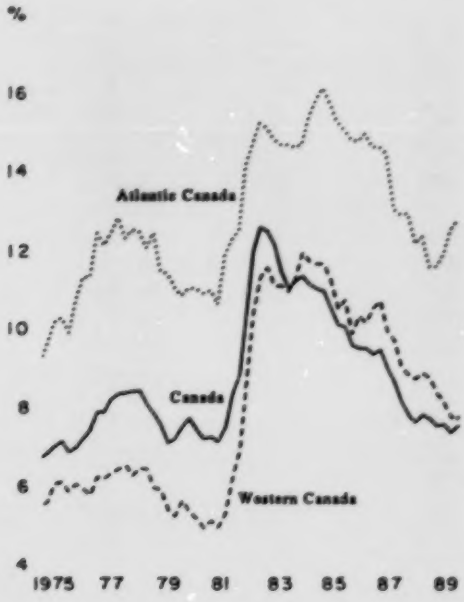
Growth in employment





Unemployment rate





of demand on resources across markets and sectors.

Buoyed by the increased level of activity in the resource industries generally, together with strong migration from other provinces and from abroad, the economy of British Columbia surged ahead in 1989. By year-end, employment in British Columbia was almost 6 per cent above its level at the end of 1988, and unemployment had fallen almost 2 percentage points despite the large increase in the labour force. The economy of Alberta was buoyed by strong investment in resource-based manufacturing and in pipelines. In both provinces, housing market activity picked up sharply. The Prairie provinces benefited from a recovery from the drought conditions of 1988; both Saskatchewan and Manitoba recorded output growth well above the national average. Nevertheless, with low employment growth and weak consumer demand, these two economies remained subdued. The Ontario economy remained robust through 1989, but there were clear signs of slowing, especially for the automotive sector and its suppliers. Despite sharp increases in investments by the pulp and paper and the primary metals industries, the Quebec economy slowed in response to lower consumer expenditures and a drop in residential investment. In Atlantic Canada, difficulties in the fishing and fish-processing industries contributed to a slowdown in activity. There was some variation within the region, however, as New Brunswick in particular had a relatively strong year on the basis of substantial investments in resource industries.

The moderation in the rise in output during 1989 was spread quite widely across industries, but was particularly evident for resource-based, export-oriented industries, electrical utilities, and industries affected by the slower growth of consumer demand. In contrast, construction activity continued to expand rapidly, supported by both residential and business investment spending, and agricultural production recovered from the effects of the 1988 drought. In general, capacity pressures eased somewhat. Nevertheless, for the aggregate of non-farm goods-producing industries, as well as for the manufacturing sector, the rate of use of productive capacity remained above its long-run average throughout the year.

Rate of capacity utilization

Inflation and costs

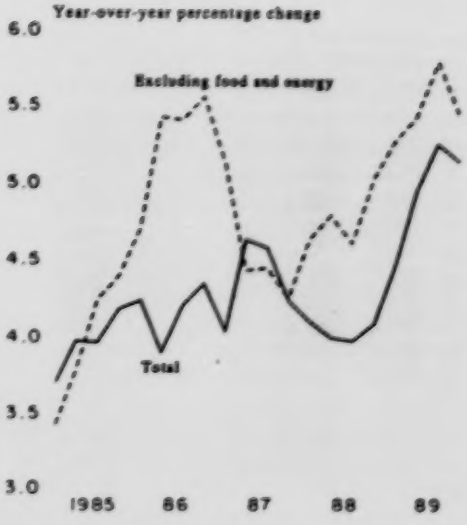
Propelled by the high level of demand pressures, Canada's inflation performance deteriorated in 1989. In December, the national consumer price index was more than 5 per cent above its level at the end of 1988. This compares with increases of about 4 per cent in each of the previous 5 years. The increase of just under 5½ per cent in the index excluding the volatile food and energy components was also above the increase recorded in 1988. In January 1990, the year-over-year increase in the overall index jumped to 5½ per cent.

The provincial consumer price data show a marked convergence of inflation across the country in 1989. The Ontario economy again generated higher inflation than most other provinces, but the increases recorded for the western provinces were particularly sharp and by year-end had pushed the average inflation rate for those provinces slightly above that of central Canada. Indeed, for the twelve months ending in December 1989, Alberta recorded the highest rate of increase, over 6 per cent, and the rate in British Columbia climbed to virtually the same level as in Ontario, about 5½ per cent. A surge in shelter costs, associated with strong increases in housing prices in British Columbia and Alberta, contributed to these developments. The escalation of inflation in Atlantic Canada was also marked, but the regional rate remained somewhat below the national average. Quebec recorded the lowest annual increase of consumer prices at year-end, just under 4 per cent.

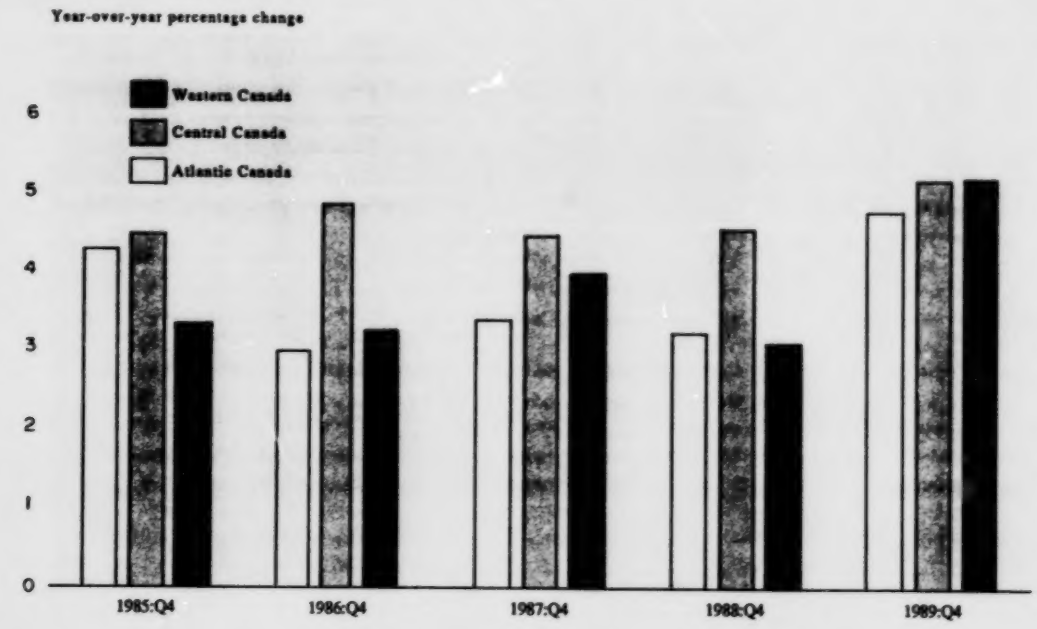
Increases in indirect taxes levied by federal and provincial governments again contributed to the rise in consumer prices, but the magnitude of the effect was no greater than that experienced in 1988. Thus the increase in consumer price inflation cannot be attributed to the effects of higher indirect taxes; rather, its source was the strong underlying domestic inflationary pressures.

The strength of underlying domestic sources of inflation is indicated by the fact that inflationary pressures intensified in 1989 despite the presence of several moderating influences on prices of products traded internationally. The appreciation of the Canadian dollar had a significant restraining influence on the level of prices of imported goods and services (and their

Consumer price index



Consumer price index, by region

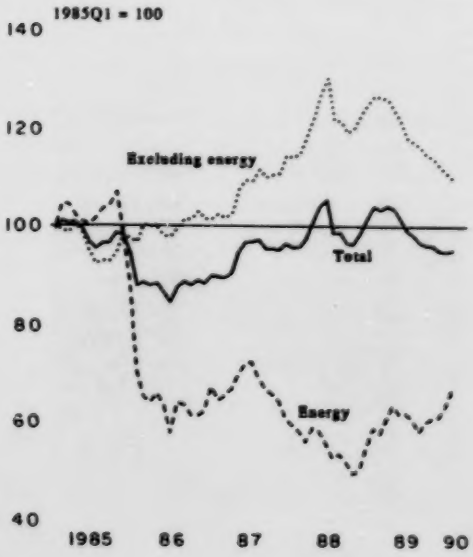


domestic substitutes). In addition, U.S. dollar prices of many of Canada's resource exports declined during 1989, reflecting the combined effect of slowing in the growth of world demand and rising supplies of commodities in response to worldwide investments in new capacity. There was as well in 1989 a further decline worldwide in prices of computers and related equipment.

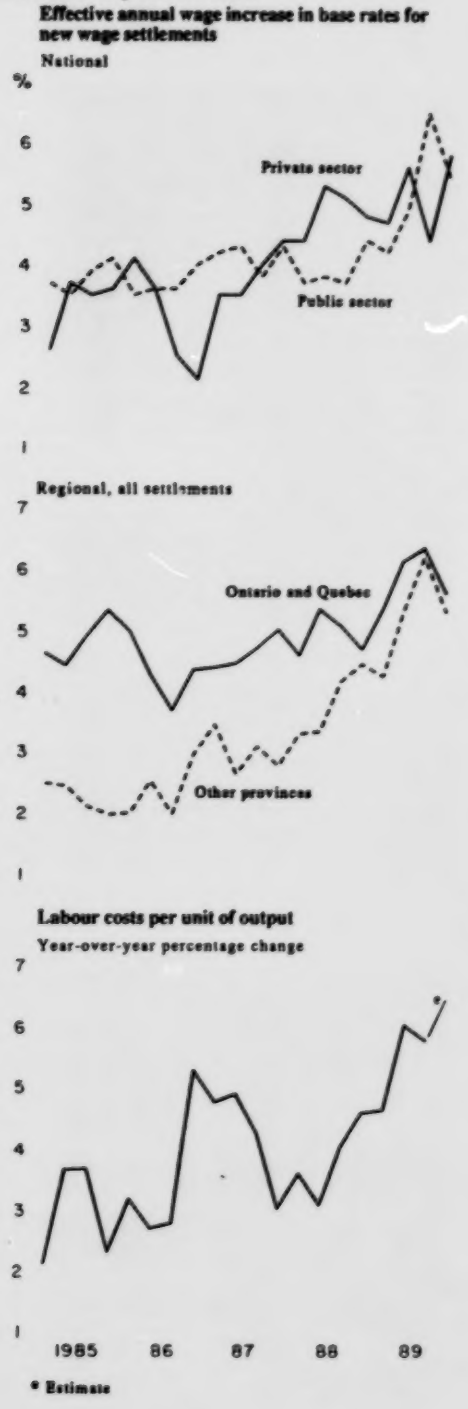
The impact on prices of the appreciation of the Canadian dollar and lower export prices, together with heightened competitive pressures in product markets, squeezed profits and made it more difficult for producers to pass on rising costs.

Still, in the face of continued tightness in labour markets, wage costs escalated sharply. Increases in base wage rates negotiated in 1989 averaged over 5¼ per cent, compared to under 4½ per cent in 1988. Public sector settlements rose dramatically in 1989, equalling those in the private sector for the year as a whole. Overall, settlements in central Canada continued to rise;

Bank of Canada commodity price indexes in terms of Canadian dollars



Indicators of producer costs



the average for Ontario and Quebec was about 5¼ per cent in 1989 compared to just under 5 per cent in 1988. Average negotiated increases in other provinces, led by high settlements in British Columbia, escalated in the second half of 1989, almost equalling those in Ontario and Quebec. Total labour income per worker increased by over 7 per cent and, given quite weak productivity gains, unit labour costs rose sharply.

Monetary and financial developments

Financial aggregates grew vigorously in 1989. Short-term interest rates continued to rise in the first quarter, then levelled off over the balance of the year, and the Canadian dollar appreciated further. The resulting tighter monetary conditions led to favourable market expectations on the future course of inflation and contributed to a reduction in long-term interest rates.

Monetary aggregates

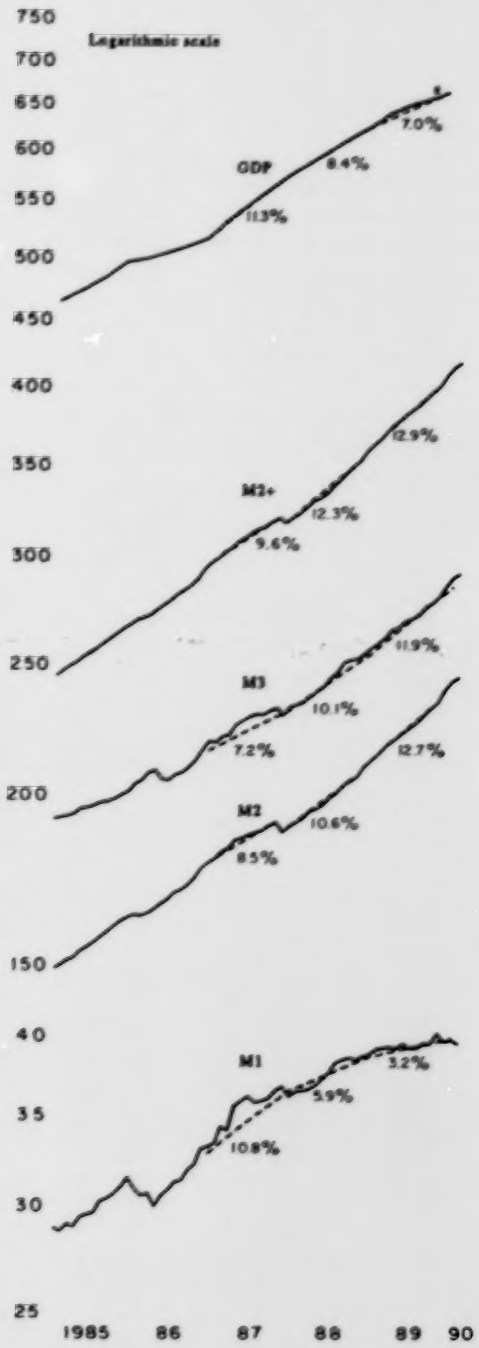
The monetary aggregates M2 and M2+, which are the aggregates that the Bank follows closely because of the information they provide on growth in total spending and inflation, both grew by 14 per cent from the fourth quarter of 1988 to the fourth quarter of 1989. This represented an acceleration over the corresponding growth rates of 10½ per cent and 12 per cent, respectively, recorded in the previous year. Although these aggregates were inflated in November by low net sales of Canada Savings Bonds (CSBs), they had already posted increases at an annual rate of about 13 per cent in the first ten months of the year. The high volume of CSB redemptions in the first half appears to have had only a limited impact on the growth of M2 and M2+, since these redemptions were offset by substantial purchases of treasury bills by individuals.

The acceleration of M2 growth primarily reflects the fact that the banks' share of the deposit market did not decline further in 1989. The growth of M2+, which includes deposits at trust companies and credit co-operatives, accelerated only slightly, rising from an annual rate of 12¼ per cent in the first ten months of 1988 to

Canadian interest rates

Monetary aggregates and gross domestic product (GDP)

Billions of dollars, seasonally adjusted data



M2+:
M2 plus deposits at trust and mortgage loan companies, and deposits and shares at credit unions and caisses populaires

M3:
M2 plus non-personal fixed-term deposits plus foreign currency deposits of residents booked in Canada

M2:
M1 plus personal savings deposits and non-personal notice deposits

M1:
Currency and demand deposits less private sector float

Note: Growth rates are calculated as the annualized rate of change from December to October (M2 and M2+) or from the final quarter of the previous year to the current quarter (M1, M3 and GDP).

e Estimate for the fourth quarter

almost 13 per cent in the same period of 1989. However, that still represents a sizable increase relative to the growth rate of about 9½ per cent recorded in the first ten months of the two previous years. (This period is used as a basis for comparison to discount the influence of CSB sales on these aggregates.) The rapid growth of M2 and M2+ in 1988 and 1989 reflects the accumulation of inflationary pressures resulting from the vigorous pace of total spending since 1987. If the slower growth in total spending observed in 1989 is maintained, the expansion of these monetary aggregates should also moderate.

Because of the strong growth of deposits included in M2, primarily personal savings deposits, banks relied less heavily on wholesale deposits, which are included in M3 but not in M2. Consequently, M3 grew less rapidly than M2 and M2+, although it too exceeded last year's pace, reflecting faster growth in bank loans.

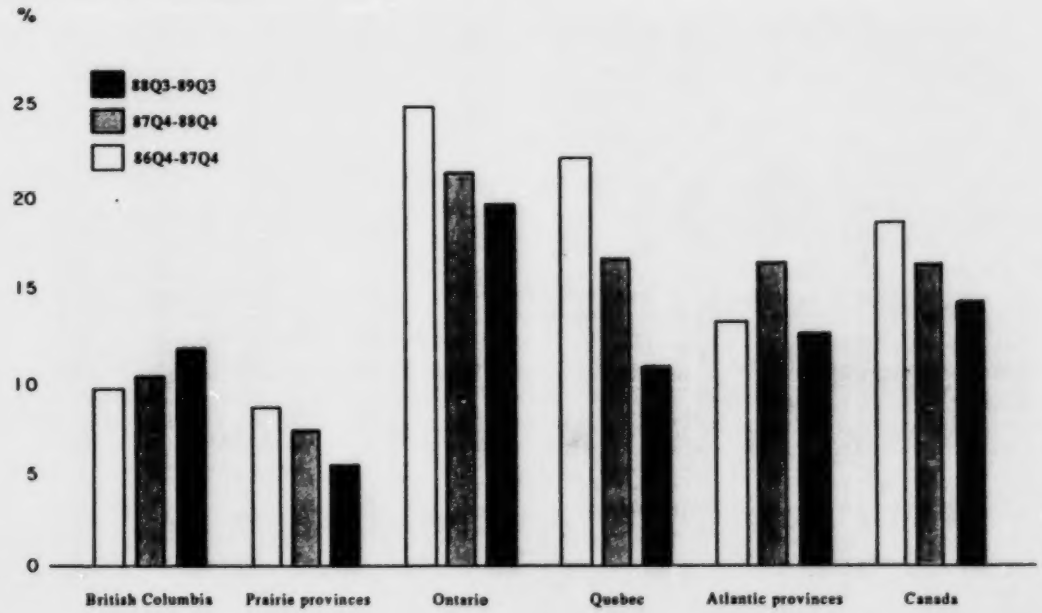
The rise in short-term interest rates – more than 3½ percentage points from the first quarter of 1988 to the second quarter of 1989 – served to raise the cost of holding transaction balances that are included in M1. This led to a gradual decline in the growth of this aggregate relative to total spending. This decline was most noticeable in current accounts, most of which are non-interest-bearing and for which, therefore, the interest foregone is the greatest. The growth of M1 on a year-over-year basis slowed from 10¾ per cent in the fourth quarter of 1987 to 3¼ per cent in the fourth quarter of 1989.

Credit aggregates

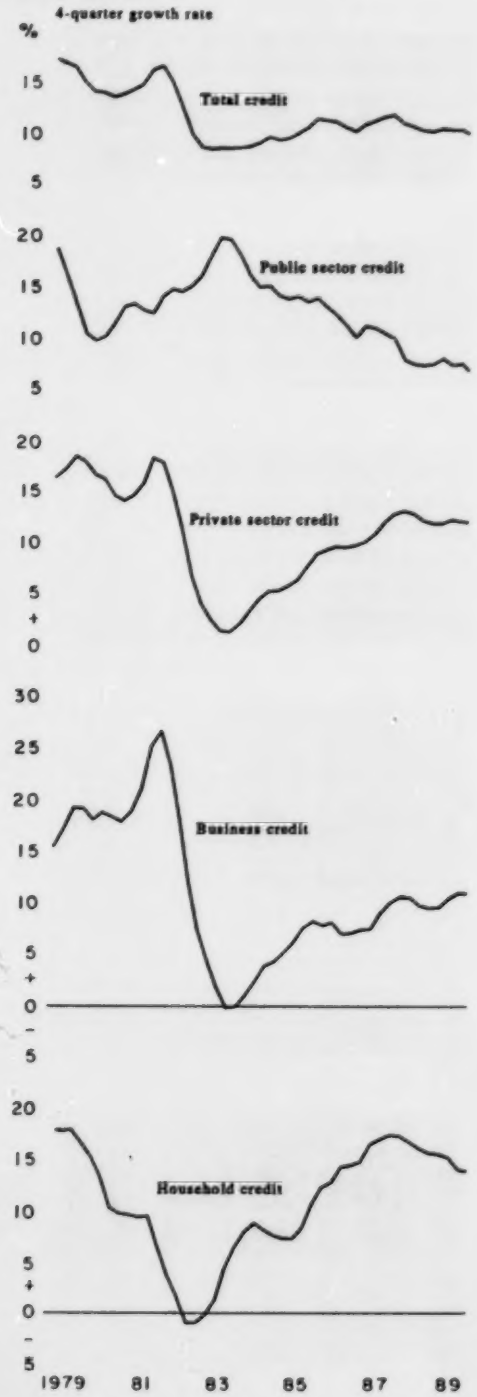
The demand for credit remained strong, particularly in the private sector where credit growth reached 12¼ per cent, on a year-over-year basis, in the fourth quarter of 1989.

After accelerating steadily from 1983 to 1987, the growth in household credit has slowed slightly over the last two years; still, at 14 per cent, it remains remarkably rapid. Driven by strong demand in the housing market and by rising house prices, mortgage borrowing rose approximately 15 per cent during 1989 – almost as fast as in the previous year. Personal loans, mainly for buying consumer goods, posted a growth rate of 11¼ per cent during 1989, compared with nearly 14½ per cent during 1988.

Household credit by region



Credit aggregates



Total public sector credit[1]:
Loans extended to, and bonds and bills issued by, federal, provincial and municipal governments, and guaranteed bonds issued by provincial and municipal government enterprises

Total private sector credit:
Total business and household credit

Business credit[1]:
Loans and financial leases extended to, and acceptances, commercial paper, bonds and equities issued by, non-financial businesses

Household credit:
Consumer credit and residential mortgage loans

1. Adjusted to discount the effect of exchange rate movements on foreign currency debt

Household credit[1]
as a percentage of personal disposable income

1. All lending institutions
e Estimate

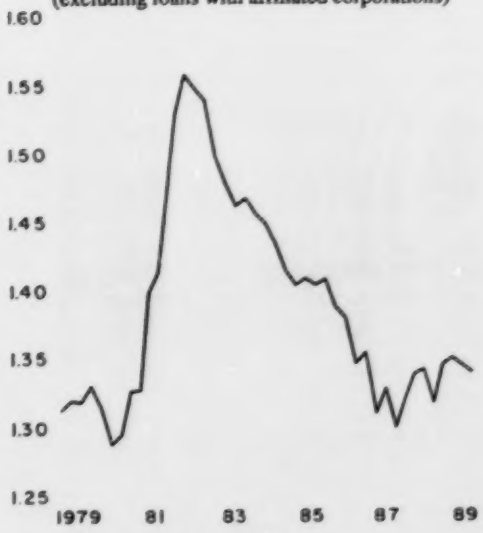
This slower pace primarily reflected an easing of automobile sales. Relative to disposable income, which grew about 8 per cent during 1989, household indebtedness continued to climb rapidly. In part, the upward trend in the household debt-to-income ratio is related to demographic factors such as the changing age structure of the population and interprovincial migration. However, the major factor behind rapidly increasing household debt in recent years has been the interaction between individuals' optimism about their capacity to take on greater debt and the inflation of household assets, notably housing.

Slower growth in household credit was observed in all regions except British Columbia, where the strong demand for housing led to an acceleration in loan growth. The sharpest deceleration was in Quebec, where, as in Ontario, household credit had, in the recent past, increased faster than the national average; Alberta and Ontario recorded the least slowing.

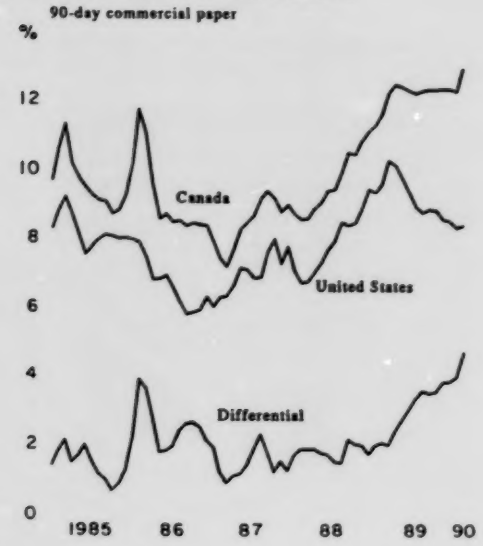
In light of strong investment spending, a large number of corporate takeovers, and falling profits, businesses increased their reliance on capital market financing. Total credit to non-financial firms increased by 11 per cent from the last quarter of 1988 to the last quarter of 1989 – the highest growth rate since the beginning of the economic recovery in 1983. Spurred on by a rising stock market and falling long-term bond yields, stock and bond issues rebounded in 1989. In many cases these issues were used to refinance short-term paper. The debt-to-equity ratio for non-financial firms recorded a slight increase for the second consecutive year – largely attributable to the manufacturing sector. Nevertheless, this ratio remains lower than it has been for most of the past decade.

Public sector financing requirements declined in 1989, particularly for the federal government, whose requirements had been inflated by the substantial accumulation of foreign currency reserves in the Exchange Fund Account in the previous two years. The growth in public sector demand for credit moderated to 7 per cent in 1989, about the same rate of increase as for Gross Domestic Product (GDP). For the third consecutive year, total indebtedness of provincial and municipal governments grew less rapidly than GDP.

Corporate debt-to-equity ratio
(excluding loans with affiliated corporations)



Canada-U.S. short-term interest rates



Interest and exchange rate developments

The rise in interest rates that began in the spring of 1988 continued in early 1989. After an increase of about 2¼ percentage points in 1988, short-term rates rose 1¼ points in the first quarter of 1989 and then remained stable for the rest of the year. The differential over corresponding U.S. rates widened by about 2 percentage points following a decline in U.S. rates that began in the spring. The Bank of Canada had, at times, to take a firm stand in order to prevent Canadian short-term rates from following the U.S. trend, thereby maintaining a degree of pressure on monetary conditions in Canada appropriate to the vigorous aggregate demand and credit growth.

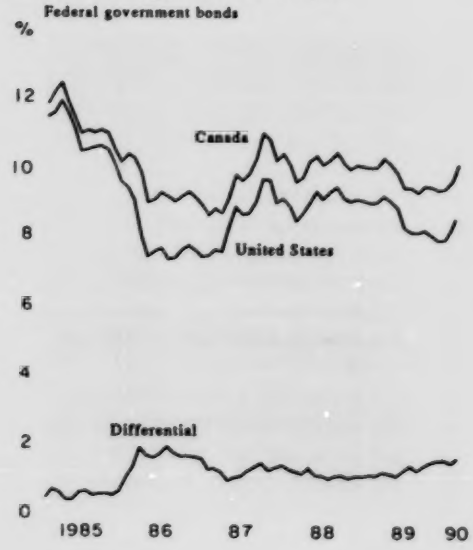
Wider interest-rate differentials between the two countries contributed to the further appreciation of the Canadian dollar in 1989, despite some decline in commodity prices. Higher prices for commodity exports had been a major factor in the strong performance of the Canadian dollar in the two previous years. The dollar gained 3 per cent in 1989 to reach

Exchange rate and commodity prices

1. In terms of a weighted average of G-7 currencies

e Estimate

Canada-U.S. long-term interest rates

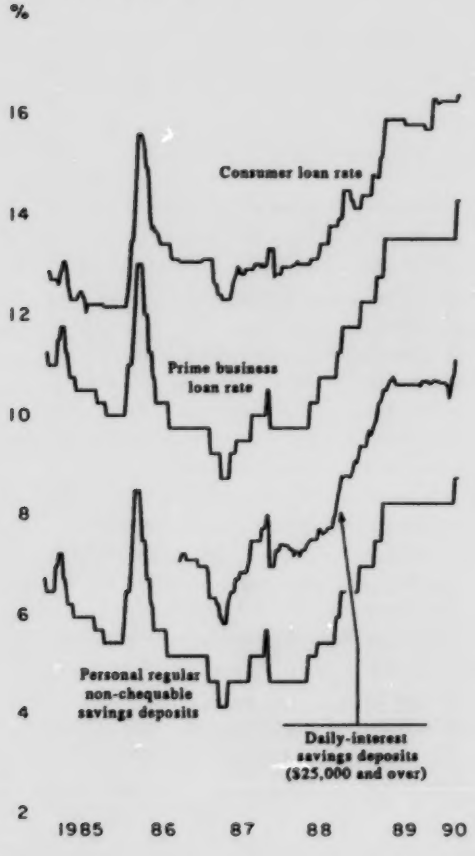


86.32 cents (U.S.) by the end of the year. Relative to G-10 currencies, the Canadian dollar appreciated by just over 4 per cent.

The yield curve in Canada continued to slope downward in 1989, as long-term rates declined. Long-term bond yields, which had remained remarkably stable when short-term rates were rising in 1988 and early 1989, fell approximately ¾ of a percentage point in the second quarter in the wake of interest rate declines in the United States. However, the differential vis-à-vis corresponding U.S. long-term rates grew slightly from June onward in response to a widening differential in short-term rates. These developments suggest that markets expect inflationary pressures to ease more slowly in this country than in the United States.

Administered interest rates followed movements in market rates for similar maturities. The prime lending rate rose 1¼ percentage points in the first quarter of 1989 in response to higher short-term rates. Reflecting the inversion of the yield curve, one-year mortgage rates rose above five-year rates in the first quarter, then fell below prime when long-term bond rates declined.

Selected bank interest rates



In mid-January 1990, with some signs of moderating demand pressures, the Bank of Canada allowed a limited decline in short-term rates so as to ease monetary conditions slightly. At that time, the Canadian dollar began to fall so sharply that the Bank had to reverse the downward movement in short-term rates in order to contain the extent of easing of monetary conditions. During the first two months of the year, the Canadian dollar depreciated by over 3 per cent against the G-10 currencies and short-term interest rates rose by close to 1 percentage point, bringing the differential between Canadian and U.S. rates for commercial paper to about 5 points. This increase in the cost of funds caused a ¾ of a point increase in the banks' prime business loan rate. Over this period, yields on long-term bonds rose by almost 1 percentage point under the influence of generally rising long-term rates in the United States, Europe and Japan.

Other financial developments

During 1989, Canadian banks increased their provisions for losses on loans to developing countries by $3.3 billion. This brought these provisions to an average of 67 per cent of sovereign risk loans to a group of designated developing countries, and reduced the major banks' net exposure to these risks to 22 per cent of equity. Major Canadian banks have also succeeded in increasing capital levels in advance of the timetable recommended by the Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices. For all six of the major Canadian banks, the ratio of primary capital – essentially permanent share capital and retained earnings – relative to risk-weighted total assets exceeds the minimum of 4 per cent that is to be reached by 1992. As of the end of the banks' fiscal year, total capital, which also includes preferred shares and subordinated debentures, stood at between 7 and 8 per cent of risk-weighted assets. This ratio must reach 8 per cent by 1992.

In the past few years, an increasing amount of attention in Canada and abroad has been devoted to an examination of the risks associated with a variety of clearing and settlement systems and how such risks might be distributed among the participants in the systems. The problems in this regard are common to all settlement mechanisms, including the payments system and the settlement systems for foreign exchange and securities transactions. If financial markets and the economy as a whole are to function properly and efficiently, it is essential that participants remain confident that the clearing and settlement systems will perform reliably even in adverse circumstances. That is why the Bank of Canada has supported a number of initiatives in this area. As supplier of settlement services and lender of last resort to deposit-taking institutions, the Bank has every interest in supporting the development of clearing systems that not only allow better identification of the risks faced by participants, should one of them default on its obligations, but also reduce risks for the system as a whole and for all participants.

The Bank of Canada is actively participating in a study, under the auspices of the Bank for International Settlements, of the difficult legal and prudential management questions raised by bilateral and multilateral netting of interbank transactions, particularly foreign exchange transactions. The Bank has closely followed the development of new mechanisms by the Canadian Depository for Securities Limited (CDS) for the identification and containment of risk within the prudential regulatory framework. The success of this undertaking represents an essential condition for proceeding with the immobilization of Government of Canada securities within the CDS. The Bank is also following with interest the project to develop a broader netting system for debt securities within the CDS, as well as the work being done by the Canadian Payments Association to establish a transfer and settlement system to process large-value transactions electronically.

The Bank also participates in the work of the committee set up to study the feasibility of implementing the recommendations of the report of the Group of Thirty on settlement and clearing systems for securities transactions. This report, which was drawn up by an independent advisory group of international financial experts, put forward a range of recommendations aimed at reducing the risk and maximizing the efficiency of settlement systems.

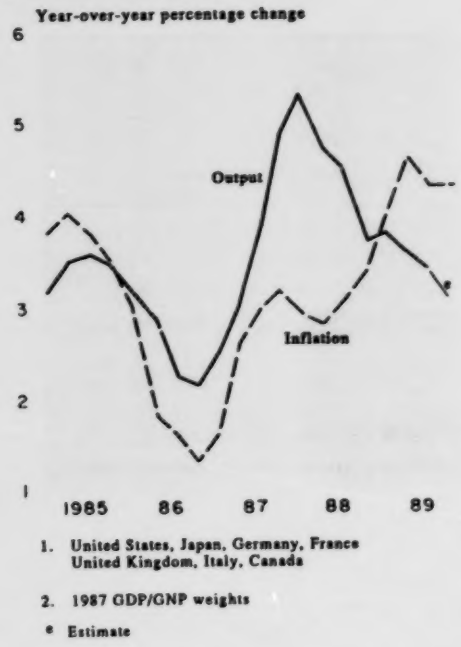
International developments

The pace of economic expansion in the Group of Seven (G-7) major industrial countries moderated through 1989, following the strong acceleration in activity experienced during 1987 and the first part of 1988. The slowing was not uniform among the G-7 countries, however, and was most evident in the United Kingdom and North America. The growth of output has generally eased somewhat in the other G-7 countries compared to the preceding year, but it remains high, particularly in Japan and Germany. In the case of Japan the expansion has been supported by strong growth in domestic demand, while in Germany the economy continues to be largely export-driven, in part due to high levels of investment throughout Europe associated with the prospective unification of markets in 1992.

Despite preliminary signs of slower growth in aggregate demand, the level of spending continues to exceed productive capacity in a number of countries. Indeed, higher rates of consumer price inflation were registered in all seven major industrial countries during 1989. The deterioration in inflation performance was evident even abstracting from the effects of firmer world oil prices and of changes in indirect taxes in certain countries.

Whereas the generalized acceleration of spending during 1987 and 1988 had prompted fairly widespread increases in short-term interest rates, greater national differences in economic activity during 1989 produced a more mixed set of monetary conditions. In the United States, short-term interest rates peaked in the spring and then eased through the rest of the year amid signs of a slowing in the economy. In contrast, short-term interest rates in Japan rose through most of 1989, as policymakers responded to evidence of building inflation pressures and persistent weakness in the Japanese yen. Monetary policy was also tightened progressively in Germany, prompting similar moves elsewhere in Europe as countries sought to maintain exchange rate parities in the European Monetary System. Concerns over persistent inflation pressures and exchange rate weakness led to higher interest rates in the United Kingdom as well.

Major industrial countries[1]: Output and consumer prices[2]



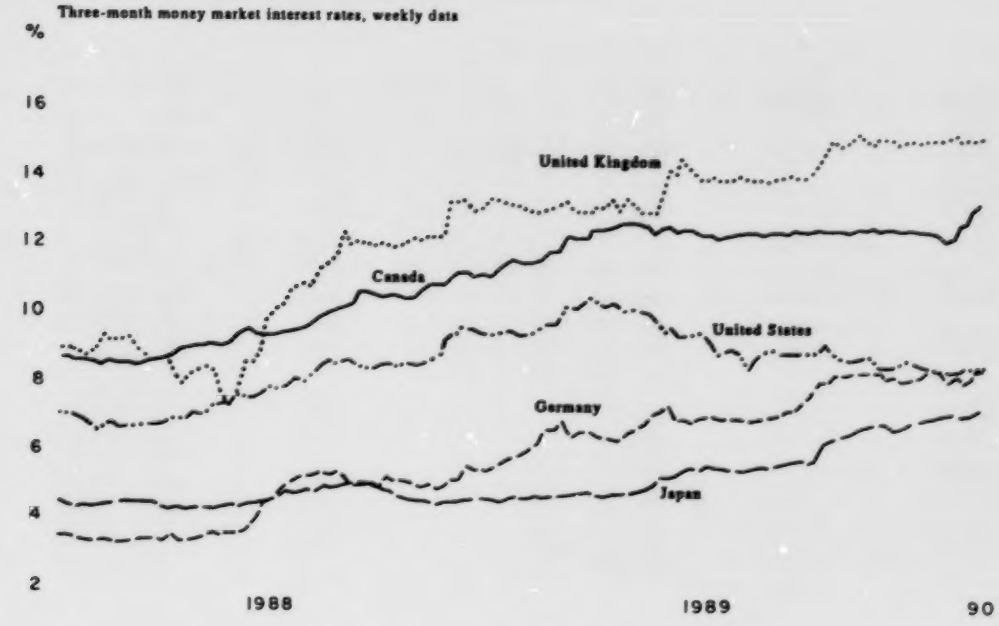
1. United States, Japan, Germany, France United Kingdom, Italy, Canada
2. 1987 GDP/GNP weights

e Estimate

The pattern of exchange rates that emerged during 1989 raised concerns that the adjustment of international current account imbalances might stall, and posed a significant challenge for the process of policy co-ordination among the G-7 countries. During the first half of the year the U.S. dollar appreciated markedly

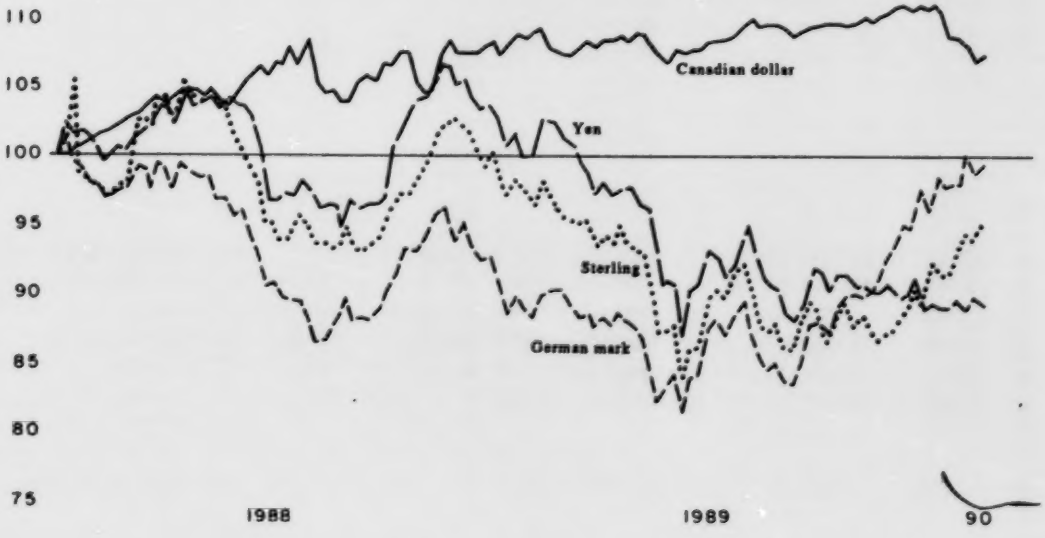
Short-term interest rates in selected major industrial countries

Three-month money market interest rates, weekly data



Selected exchange rates

Vis-à-vis the U.S. dollar, January 1988=100, weekly data



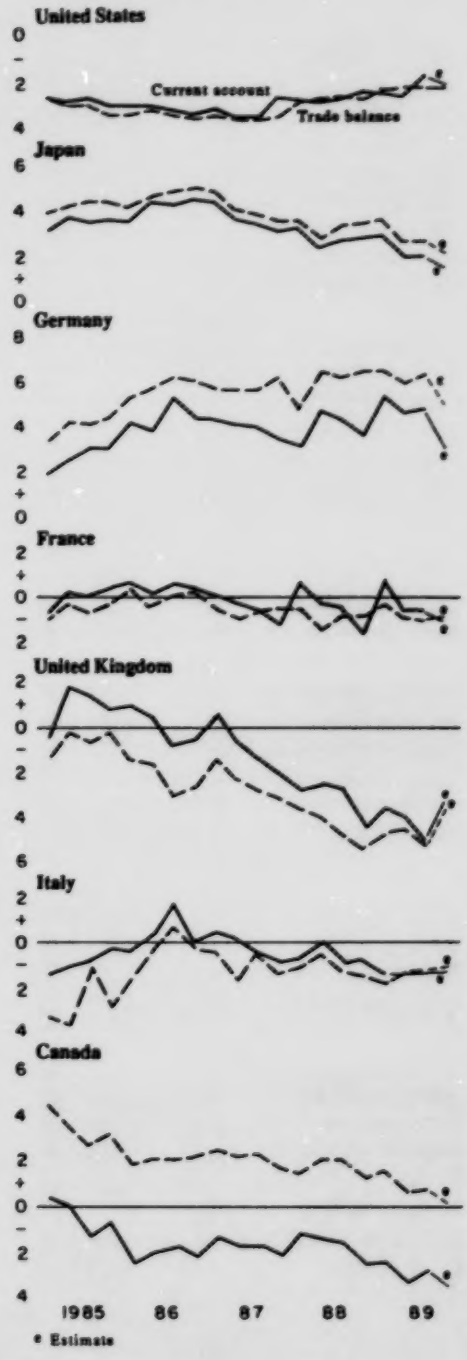
against most other major currencies, in spite of the continuing large current account deficit in the United States and declines in U.S. interest rates. As described in the previous section of this Report, an important exception to this trend was the Canadian dollar, which remained fairly steady against the U.S. dollar during the first half of 1989 before appreciating during the second half. Towards the end of 1989 the German mark also strengthened substantially against both the U.S. dollar and the other major currencies, including the Japanese yen. While this movement was consistent with the rise in German interest rates relative to those elsewhere, it has also been attributed in part to the potential economic implications for West Germany of recent political developments in Eastern Europe. The net effect of these offsetting currency movements was to raise the value of the U.S. dollar during 1989 by about 3 per cent on a trade-weighted basis against the G-10 currencies.

Although exchange rate movements in 1989 may have worked to slow the process of external adjustment, the pattern of domestic demand growth across the major industrial countries was nevertheless conducive to some further correction of external imbalances in Japan and the United States. The reduction in Japan's current account surplus was particularly noteworthy, and reflected the combined effects of slower demand growth in its major export markets, higher world oil prices, strong growth in imports of consumer goods, and increased foreign travel by Japanese citizens. Some progress was also made in reducing the U.S. trade deficit in 1989, but most of this improvement took place early in the year. In contrast, the external positions of most major European countries moved further away from balance. These imbalances continued to be mainly intra-European in nature, with Germany's large surplus substantially offset by deficits elsewhere in the European Community, notably in the United Kingdom and France.

The increase in the U.K. current account deficit during the past three years was largely a consequence of excess domestic demand, and some reduction in the deficit can be expected as domestic demand pressures subside. Indeed, a noticeable improvement in the U.K. trade balance has been evident since late summer. The

External balances of the seven major industrial countries

As a percentage of GNP or GDP



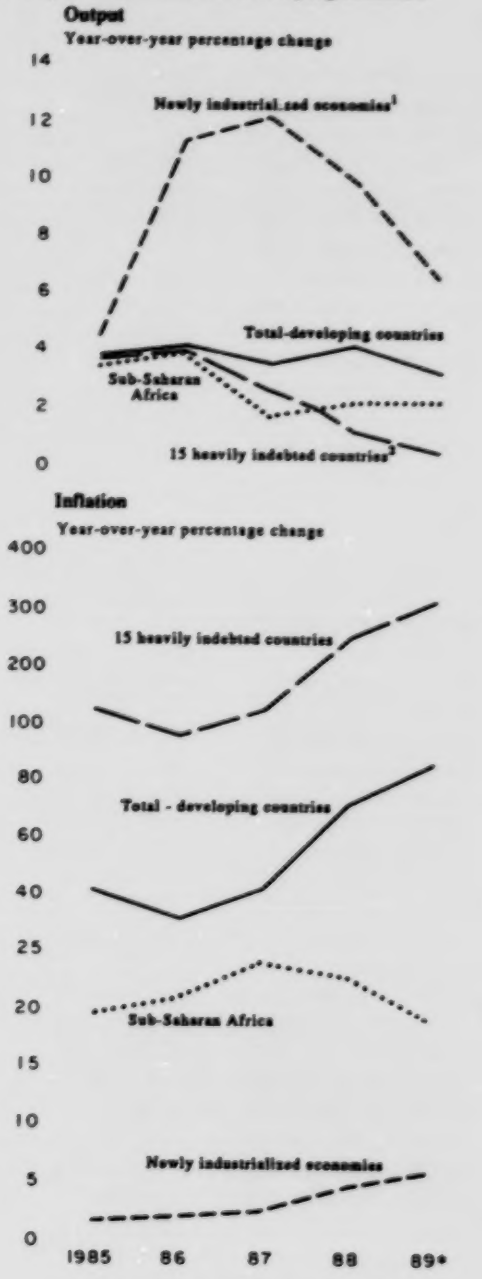
German current account surplus, in contrast to the U.K. deficit, owes more to the relative strength of external demand, reflecting recent high levels of investment expenditure in Europe and the fact that Germany is an important producer of capital goods.

A notable counterpart to the improvement in the U.S. external position during the past two years has been a decline in the combined net exports of the Asian newly industrialized economies (NIEs). This has resulted from a combination of factors, including appreciation of the currencies of the NIEs against those of their major trading partners, rising domestic inflation, and strong growth in domestic consumption. While demand is still growing at a rapid pace in these economies, it is doing so at rates significantly below those seen in recent years, a development that should result in an easing of inflation pressures.

In most other developing countries economic performance was again disappointing in 1989. On balance, there was little growth in output in the group of fifteen heavily indebted middle-income countries. At the same time, inflation surged to record levels in many of these countries. In sub-Saharan Africa there was a modest increase in the volume of output, but it was not enough to prevent a further decline in inflation-adjusted per capita incomes.

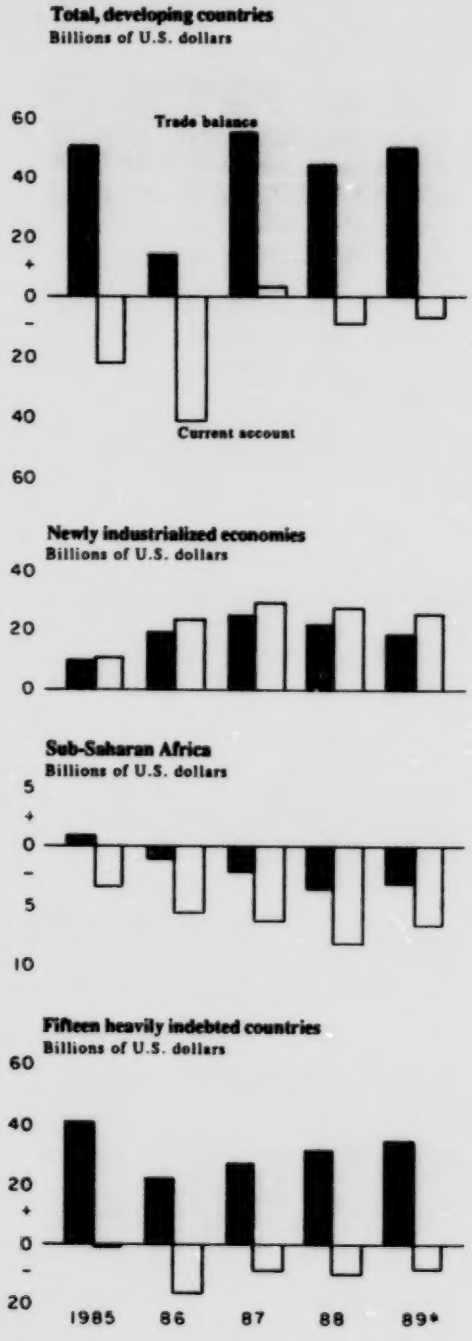
This generally disappointing economic picture for developing countries reflected a variety of factors. In many cases excessively expansionary fiscal and monetary policies have led to high and accelerating rates of inflation and have clearly discouraged investment. The negative influence of large debt and debt-service burdens have also continued to limit investment and growth prospects in some countries. Finally, external developments, such as a slowing of demand in major export markets, generally higher world interest rates and declines in many non-fuel commodity prices, have had a negative impact on the economies of a number of developing countries. Though trade and current account balances appear to have improved slightly in 1989, this was largely a consequence of the external financing constraints that many of these countries faced.

Output and inflation in developing countries



1. Hong Kong, Singapore, South Korea and Taiwan
2. Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Ecuador, Ivory Coast, Mexico, Morocco, Nigeria, Peru, Philippines, Uruguay, Venezuela and Yugoslavia
* Data for 1989 are estimates.

Trade and current account balances of developing countries



* Data for 1989 are estimates.

The evolving Third World debt strategy

Continued sluggish growth in many heavily indebted countries and the limited prospects for significant improvement led to a reexamination of the international debt strategy in 1989. Building on earlier proposals developed by Japan and France, the United States launched an initiative in March 1989 aimed at strengthening the debt strategy and improving the prospects for sustained economic growth in developing countries.

The initiative represented an evolutionary step, incorporating key features of the existing strategy as well as elements of recent debt-reducing transactions between certain debtor countries and banks. The plan continues to emphasize the importance for debtor countries of putting in place sound macroeconomic and structural adjustment policies, supported by the major international financial institutions, the International Monetary Fund (IMF) and the World Bank. However, in addition to underscoring the need in these countries for continued inflows of capital, emphasis is now placed on the fact that in certain cases debt reduction is also necessary. This reflects a recognition that the overhang of large external debts could inhibit domestic investment and represent a major obstacle to the resumption of sustained non-inflationary growth.

These changes to the debt strategy received widespread support from the international community. In May, the IMF and the World Bank agreed to set aside a portion of funds normally available to member countries under lending arrangements, to support operations involving the voluntary reduction of outstanding debt by commercial lenders. Furthermore, both institutions agreed to consider requests for additional resources that would be used to guarantee a portion of the interest payments associated with debt and debt-service reduction. Japan has also pledged significant resources to help strengthen the debt strategy further.

Several heavily indebted countries have already qualified for IMF and World Bank support under the new plan and have initiated negotiations on debt and debt-service reduction with commercial banks. In this regard, Mexico, the

External debt situation in developing countries

* Data for 1989 are estimates.

Philippines and Costa Rica reached agreements in principle with their creditors during 1989. While the terms of the agreements vary, all have involved significant commercial debt reduction, financed in large part by resources supplied by the IMF and the World Bank. Implementation of the Philippine agreement began early in 1990, and additional transactions are expected later in the year. Transactions under the Mexican agreement are expected to take place in March 1990. The Costa Rican debt-reduction agreement is also expected to be implemented in 1990. Canadian banks, which are represented on the bank steering committees negotiating debt reduction with developing countries, have been active participants in this process.

In 1989 and early 1990 the Bank of Canada, with the concurrence of the Minister of Finance, participated with the monetary authorities of other industrial countries in two short-term bridge-financing agreements. In both cases, the financing was related to an economic adjustment program being undertaken with the assistance of the IMF and the World Bank. Canada's share in the multilateral facility of up to U.S.$2 billion for Mexico was a maximum of U.S.$100 million. This loan was repaid on 15 February 1990. The Canadian share in the U.S.$500 million loan to Poland was U.S.$20 million. Following a repayment made by Poland, there were no loans outstanding under this facility as of late February 1990.

BANK OF CANADA OPERATIONS

Bank of Canada monetary policy operations

In its monetary policy operations the Bank of Canada employs several techniques to influence short-term interest rates. The main technique is the day-to-day adjustment of the reserves of the chartered banks and the clearing balances of the other directly clearing members of the Canadian Payments Association (CPA). Each day a level of reserves and clearing balances is provided which is intended to produce the appropriate conditions in the market for overnight funds. Appendix table 2 shows the amount of reserves required by the banks as well as the average level of reserves and clearing balances actually provided by the Bank during 1989.

Other techniques used in monetary policy operations involve direct transactions in the money market. The Bank frequently enters into one-day transactions with designated money market participants to influence the overnight rate. On other occasions, the Bank may undertake direct sales or purchases of treasury bills to influence interest rates more generally.

Operations in the overnight market usually involve the provision of temporary assistance through Purchase and Resale Agreements (PRA) to money market jobbers – the group of investment dealers authorized to enter into such arrangements. Under these agreements, the Bank buys treasury bills or other short-term assets which the jobber buys back at a prearranged price, usually the next day. Jobbers may initiate a PRA transaction up to a predetermined amount at Bank Rate when other financing is unavailable or unduly expensive. However, the Bank may also initiate PRA to offset unwarranted upward pressure on overnight financing rates. In this case, the 'Special' PRA (SPRA) will be in the amount and at the rate that the Bank chooses. SPRA were introduced in 1985 and grew in importance so that in 1987 and 1988 they accounted for the majority of repurchase transactions.

In 1989 regular PRA accounted for the bulk of repurchase agreements with the jobbers. Movements in short-term interest rates during the year were generally in line with the Bank's monetary policy objectives, and therefore there were fewer occasions when there was need to initiate SPRA. Appendix table 4 shows the extension of credit under PRA and SPRA arrangements. Regular PRA were particularly heavily used in late May, June and July when the Bank was resisting downward pressure on interest rates in the money market. Overnight financing rates through this period often equalled or exceeded Bank Rate, making PRA a relatively cheap source of financing. In fact, this relationship between the overnight rate and Bank Rate prevailed for much of 1989, especially in the second half, and largely accounts for the greater recourse of jobbers to PRA compared to the previous year.

The Bank also undertakes Sale and Repurchase Agreements (SRA). These transactions are essentially the opposite of 'Special' PRA in that they provide the Bank with a direct method of countering downward pressure on the overnight financing rate. SRA were not extensively used in 1989, being offered only seven times and transacted on only five of those occasions, for fairly small amounts.

Direct sales or purchases of securities in the open market were undertaken relatively infrequently in 1989. Nevertheless the dollar value of net sales of treasury bills totalled $2.7 billion during the year (Appendix table 3). Most of the sales were concentrated towards the end of March and in the month of May, when the Bank was resisting a tendency for short-term rates to decline. The Bank also entered into treasury bill swap operations on a number of

occasions in 1989. Most of these were undertaken simply to rebalance the Bank's portfolio; but on other occasions, notably in February, three-month bills were bought against sales of shorter-term bills to counter upward pressure on the three-month bill rate without increasing the Bank's overall holdings of treasury bills.

In addition to transactions undertaken for monetary policy objectives, the Bank also enters into securities transactions for its own balance sheet or on behalf of clients (central banks, Government of Canada accounts and international agencies). As can be seen in Appendix table 3, the Bank's holdings of marketable bonds declined by $656 million as the amount of bonds maturing from its portfolio exceeded the purchases of new bonds. The holdings of treasury bills grew by $1.2 billion in 1989. The Bank acquired a substantial amount of treasury bills during the year through its participation in weekly tenders, but the greatest portion thus acquired was used to fill orders from clients.

The directly clearing members of the CPA will, on occasion, experience shortfalls in their balances at the Bank of Canada for a number of reasons, including the Bank's actions to adjust the availability of reserve or clearing balances. In those cases the Bank extends an overnight loan to the institution experiencing the shortfall. The average amounts of such advances outstanding during 1989 are included in the data reported in Appendix table 4. The amounts shown also include extraordinary advances made in 1985 to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank. The ongoing liquidation of these insolvent banks enabled the amount of these advances to be reduced to $46.4 million by the end of 1989.

Management of government debt and cash balances

The Bank of Canada, as fiscal agent for the government, provides advice on debt management policy as well as administrative support for debt operations. During 1989 the government's domestic debt increased by $24.5 billion compared with increases of $31.4 billion in 1988 and $24.5 billion in 1987. The financing requirement in 1989 included borrowings to finance the net purchase of about $3.6 billion of foreign exchange. This was about $7 billion less than the net purchase of foreign exchange in the preceding year and was largely responsible for the lower overall borrowing requirement in 1989.

The reliance on treasury bill financing, which reached a record level during the year, reflected a number of factors, including the lack of longer-term borrowing authority for three months of the year and unusually large redemptions of Canada Savings Bonds (CSBs). The increase of $25.5 billion in treasury bills outstanding in fact more than equalled the entire growth in the domestic debt. Marketable bonds accounted for $9.9 billion of new debt, while CSBs outstanding declined by about $10.9 billion. The table below shows the contribution to the annual financing requirement made by treasury bills, marketable bonds and CSBs over the last five years.

The marketable bond program included 24 issues, the details of which are provided in Appendix table 5. Approximately 70 per cent of the dollar value of new issues was sold by auction. The maturities of the new bonds were spread rather evenly over the short, medium and long term with the average term of the new issues at 9.2 years, compared to the previous year's average of 8.0 years. However, the average term of the marketable portion of the outstanding debt, consisting of treasury bills and marketable bonds, declined from 4 years, 5 months to 4 years. This was attributable to the increase in the portion of the debt held in the form of treasury bills, which increased from 36.4 per cent to 42.2 per cent.

The amount of CSBs outstanding declined by an unprecedented amount to reach $42.5 billion by year-end. The reduction was mainly attributable to large net redemptions in the first half of the year together with relatively modest sales in the October 1989 campaign. The previous year's campaign had generated large sales with the yield on CSBs set at 9½ per cent. By February 1989 short-term interest rates had increased by approximately 100 basis points and the Minister of Finance announced an increase of one percentage point in the CSB rate for the four-month period beginning 1 March. Subsequent to this announcement short-term rates continued to rise, with the result that in the first half

Changes in Canadian dollar Government of Canada securities outstanding, 1985-89

Billions of dollars (par value)

	1985	1986	1987	1988	1989
Treasury bills	+9.7	+10.3	+4.5	+20.9	+25.5
Marketable bonds	+13.3	+11.3	+11.2	+11.0	+9.9
Canada Savings Bonds	+6.2	−4.3	+8.8	−0.5	−10.9
Total	+29.2	+17.3	+24.5	+31.4	+24.5

of the year over $11.6 billion of CSBs were redeemed. In June, the Minister announced an extension of the 10½ per cent rate for the four months ending 31 October. The 1989 issue of Canada Savings Bonds, which has a 12-year term to maturity, offered a rate of 10½ per cent in the first year. Gross sales of the new issue amounted to $9.3 billion, compared to $15 billion in the previous year and an average of $13 billion for the seven previous campaigns.

The treasury bill program once again proved an extremely flexible financing vehicle. During February, when CSB redemptions were at their heaviest, treasury bills were issued in a gross amount of $22.1 billion and raised $5.8 billion in new money. Again, in June, when the government had not yet received parliamentary authority to borrow for terms in excess of six months, treasury bills raised $6.6 billion of new money. In other months of the year, when financing requirements were low, the stock of treasury bills outstanding was actually reduced. This ability to vary the size of the weekly auctions was a key part of the government's efforts to hold the level of its deposit balances, on which it generally earns a relatively low rate of interest, at a level just sufficient to cover its daily requirements. To increase its flexibility further, the government made increased use of treasury bills with terms as short as 16 days to cover temporary low points in its balances or to reduce the size of the regular weekly auctions. In all, 25 of these short-term cash management bills were issued in 1989, raising $22.5 billion compared to about $13.8 billion in 1988 and $5.0 billion in 1987.

An important element in the government's effort to manage its cash balances efficiently continued to be its auction of term deposits in which balances in excess of daily requirements are auctioned for specific terms to eligible bidders, i.e. to directly clearing members of the CPA. These auctions were initiated in 1986, and during 1989 were typically held four or five times a week, ranging in size from $200 million to $1,950 million, and in term from one to ten days.

A new element of government cash management was added during the year. In addition to auctioning the balances in excess of the daily demand requirement, the government's daily demand deposit balances were opened to an auction process. In this arrangement, direct clearers submit bids expressed in terms of an interest rate differential below the prime rate for the share of the daily demand balance that they wish to receive each day of the next reserve-averaging period. Under the previous arrangement, direct clearers had received a fixed share of these demand deposits based on their proportion of total Canadian dollar deposits and had paid a rate equal to the prime rate minus a fixed interest-rate differential.

The domestic interest rate swap program, initiated in February 1988 by the Government of Canada, was continued in 1989. Under the swap agreements, the government receives interest payments at a fixed rate from the swap counterparties, and these payments are applied to the interest cost on outstanding fixed-rate Government of Canada bonds. In exchange, the government makes floating-rate payments on equivalent principal amounts to the counterparties, based on three-month bankers' acceptance rates. During the year, $2,050 million of swaps were negotiated bringing the total amount outstanding to $3,000 million. These swaps, all with Canadian financial institutions, ranged in term from 2 years, 8 months to 14 years, 10 months. If the average spread between three-month bankers' acceptances and three-month treasury bills continues to be just under 15 basis points, as has been generally the case over the past two years, the government's effective floating-rate cost of funds on its swaps will translate into about 72 basis points below the three-month treasury bill rate.

Given the substantial increase in foreign exchange reserves that had occured in 1988, the government retired about U.S.$2 billion of its foreign currency debt in 1989, and no new foreign currency issues were undertaken.

Four Government of Canada issues, two denominated in Swiss francs and one each in German marks and U.S. dollars, as well as two U.S. dollar Canadair Limited issues, were paid off upon maturity, and a yen-denominated syndicated loan was called for early redemption. Details are provided in Appendix table 5. The government also repurchased in the market about U.S.$172 million of its unmatured foreign debt. This repurchase program, initiated in 1988,

involved three U.S. dollar issues maturing in July 1995, April 1998 and October 1998. In addition, the U.S.$253 million of the October 1998 issue still outstanding after the completion of these market purchases was called for early redemption in October.

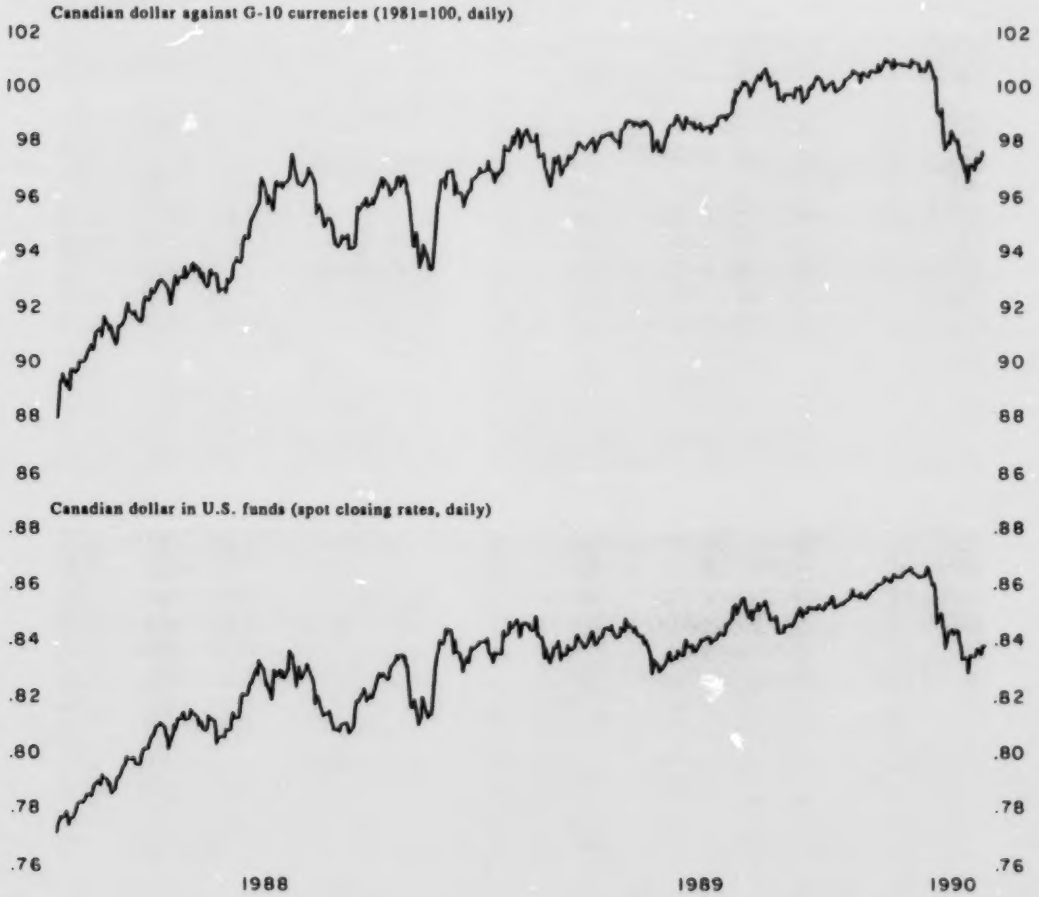
Since 1986 the government has issued Canada Bills, which are short-term U.S. dollar notes issued in the U.S. money market. This program provides access to a relatively low-cost source of U.S. dollars. As the level of foreign currency reserves remained high during the year, this facility was not aggressively used; however, outstanding amounts were maintained at a level intended to keep access to this source of funds open for the future. Month-end balances ranged from a high of U.S.$1,053 million in August to U.S.$680 million at the year-end.

The relatively high level of foreign currency reserves and the presence of the Canada Bills program also allowed the government to reduce the size and the cost of its U.S. dollar standby credit facilities. These facilities, which provide quick access to U.S. dollar short-term credit, have not been used since 1986. The facility with Canadian banks was reduced from U.S.$3 billion to U.S.$1 billion, while a similar facility with foreign banks was reduced from U.S.$4 billion to U.S.$2 billion. In early 1990 a renegotiation of the terms of both facilities lowered the commitment fees and extended the maturity dates to 1995. As a result of the reduced size and lower commitment fees, the annual cost of the two facilities was reduced from U.S.$6.8 million to U.S.$1.5 million.

Foreign exchange operations

During 1989 the Canadian dollar appreciated by about 3 per cent against the U.S. dollar and by just over 4 per cent on a trade-weighted basis against the G-10 currencies. Through the first half of the year, except for a brief period of weakness following the release of the federal budget in late April, it traded within a relatively narrow range of 83.5–84.5 cents (U.S.). The Canadian dollar strengthened steadily through the second half of the year, however, touching 86.52 cents (U.S.) in late December – the highest level since September 1980. By year-end it had eased slightly, closing at 86.32 cents (U.S.). In early 1990, the Canadian dollar declined sharply,

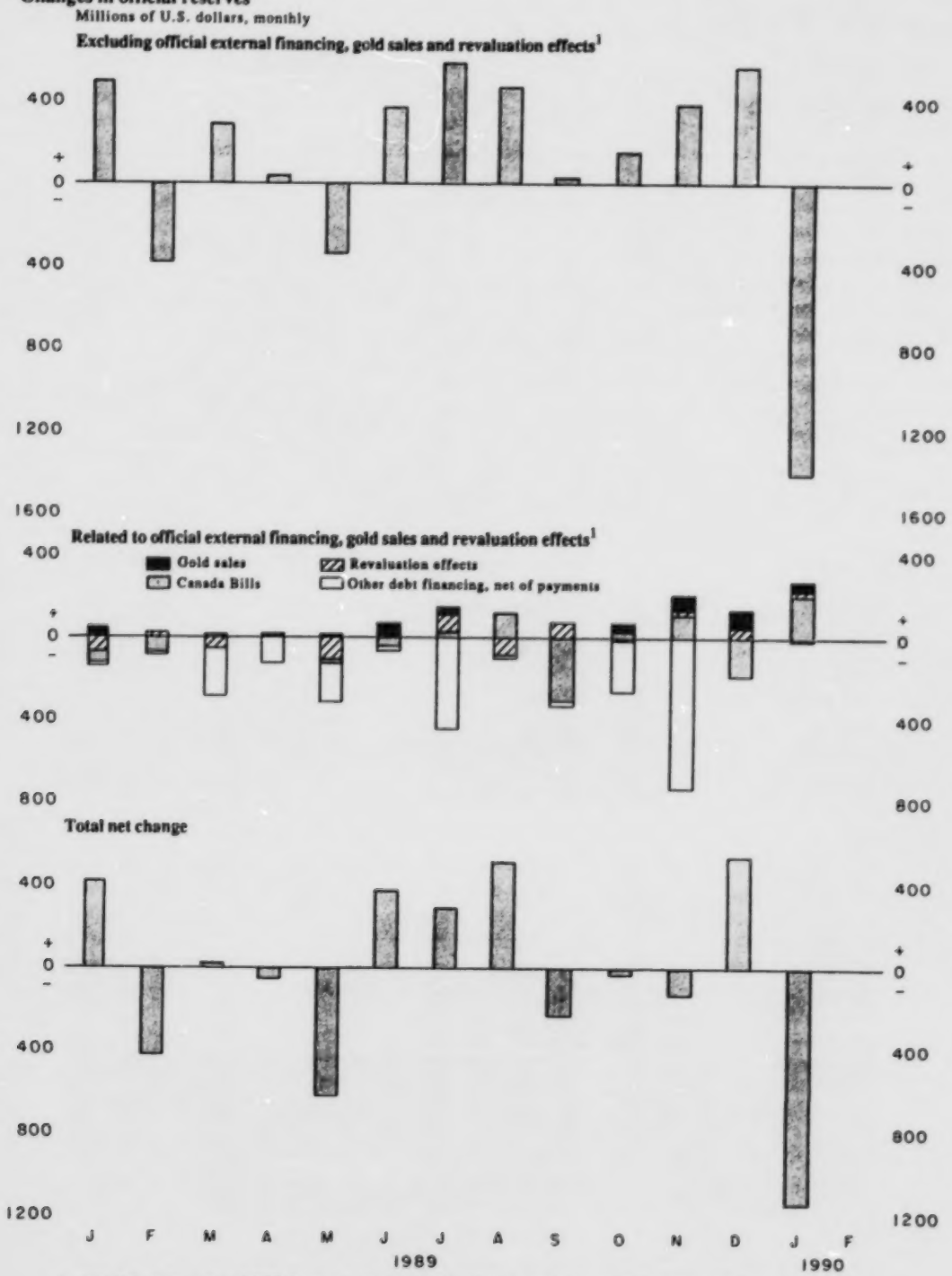
Exchange rates



Last date plotted 27 February 1990

Changes in official reserves

Millions of U.S. dollars, monthly



1. The U.S. dollar value of SDR-denominated assets (gold, the IMF position and SDRs) rises when the U.S. dollar depreciates in terms of SDRs and falls when the opposite occurs.

moving from above 86.50 cents (U.S.) in early January to trade in a range of 83–84 cents (U.S.) in late February.

Foreign exchange market operations by the Bank of Canada, as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance, were directed towards promoting orderly conditions in the Canadian dollar exchange market. Against the background of a firming Canadian dollar, official purchases of foreign exchange in 1989 (including U.S. dollars, Japanese yen and German marks) exceeded sales and led to increases in official reserves. The effect of these net purchases on the level of reserves was partially offset by the repayments, described in the previous section, of foreign currency loans and bond issues totalling approximately U.S.$2 billion. Canada's holdings of official international reserves, which were equivalent to U.S.$16,197.6 million at the end of 1988, increased to U.S.$16,795.8 million by the end of 1989. In January 1990, they declined by U.S.$1,145.2 million in response to sharp movements in the Canadian dollar exchange rate.

On several occasions during 1989, the Bank of Canada participated along with the central banks of other G-7 countries in concerted intervention operations in foreign exchange markets to help moderate fluctuations in the exchange rate for the U.S. dollar against the major overseas currencies. However, because such intervention was undertaken in German marks and Japanese yen against U.S. dollars, the level of Canada's international reserves was not affected by these operations.

Note issue, debt service and banking operations

The Bank of Canada is responsible for the issue of bank notes and for the administration of the Government of Canada's domestic debt. About one-half of the Bank's staff is directly involved in these operations, which entail processing large volumes of material and data. Some three-quarters of the Bank's total expenses, shown in the Statement of Revenue and Expense later in this Report, are estimated to be attributable to the purchase and issue of bank notes and the administration of debt by the Bank as fiscal agent for the government.

The Bank also provides banking services to the government and operates deposit accounts for members of the Canadian Payments Association, foreign central banks and official international financial institutions. As well, the Bank is custodian of unclaimed chartered bank balances, which are transferred to the Bank after they have been inactive for ten years.

Note issue

Notes in circulation amounted to $22.1 billion at the end of 1989 and comprised almost 90 per cent of the Bank of Canada's total liabilities, shown in the Statement of Assets and Liabilities. Notes are issued by the Bank to meet public demand for them and to replace worn notes taken out of circulation. Besides issuing new notes, the Bank reissues those used notes still fit for circulation that have been returned by financial institutions which find themselves with an excess supply.

During 1989 the Bank introduced new $10 and $50 bank notes, the third and fourth denominations in the new series. The newly designed $10 note was put into circulation on 27 June and the $50 note on 1 December. By the end of 1989, 90 million of the new $10 notes had been issued, equivalent to two-thirds of the total number of $10 notes outstanding, and over 4 million of the new $50 notes were in circulation.

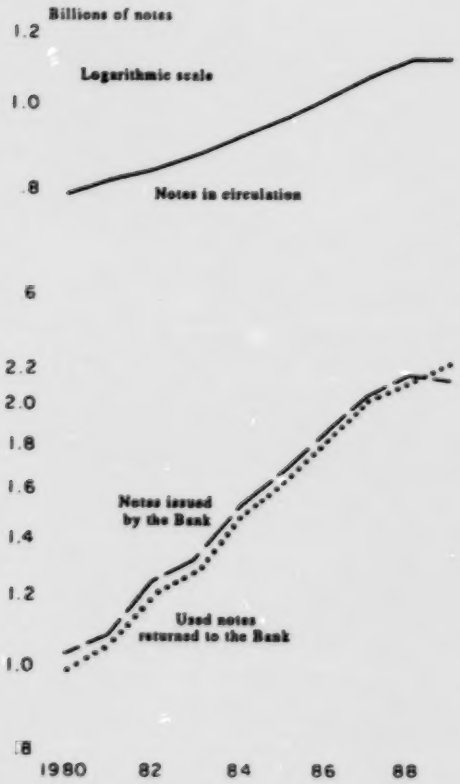
All notes in the new series incorporate enhanced security features against counterfeiting. The new $50 note includes an additional deterrent, an optical security device (OSD) that changes colour from gold to green when tilted under light. The OSD is unique to Canadian bank notes, and its introduction was the culmination of an extensive research and development program undertaken by the Bank in collaboration with the National Research Council of Canada and several private sector companies. The OSD is expected to be applied to other notes of the new series when they are issued.

The new series of notes also incorporates features to assist visually impaired and blind persons to distinguish among denominations. The numerals of the series have been enlarged to allow for easier identification. As well, the print on the face of the new notes can be read by an electronic device developed and manufactured in Canada under a program funded by the Bank. Using voice technology, these hand-held instruments read aloud the denomination of each bill in the new series, in the user's choice of official language. Blind people can obtain a reader free of charge on permanent loan from the Canadian National Institute for the Blind.

The Bank stopped issuing $1 notes on 30 June 1989, two years after the introduction of the circulating $1 coin. At the same time, the Bank's program to sell uncut sheets of 40 one-dollar notes, begun in December 1988, came to an end. Almost 115,000 sheets were sold. The number of $1 notes in circulation declined by over one-third during the second half of 1989, to 195 million at year-end. As $1 notes became less available, demand for $2 notes increased, with the result that the number of $2 notes in circulation rose considerably faster in 1989 than in earlier years.

In recent years, the volume of bank notes processed by the Bank has increased much more rapidly than the growth of notes in circulation. The sharply rising turnover has been related to the increasingly widespread use of automated banking machines and a greater number of financial institutions that deal directly with the Bank rather than through other institutions. In 1989, however, with the issue of the $1 note being halted, there was no growth in the number of notes in circulation or in the number of notes withdrawn by financial insitutions from the Bank. The number of used notes returned to the Bank by financial institutions continued to rise, however, as $1 notes were returned for destruction.

Bank notes



Debt service

The volume of work involved in administering the government's debt declined in 1989 from its record level in the previous year. This was largely the result of a decrease in volumes related to Canada Savings Bonds (CSBs), which account for some 80 per cent of the total. This decrease reflected smaller sales of CSBs in 1989 than in the previous year as well as a decline in the number of interest payments made. However, the number of redeemed certificates processed increased further, particularly in the first half of the year.

In October 1989 the Bank announced newly designed certificates for Government of Canada treasury bills and marketable bonds. The new designs offer easier handling and additional security features. The first treasury bills in the new form were issued on 20 October 1989, and the first bonds on 4 January 1990.

In March 1989 the Bank of Canada announced that it would be introducing a charge for the reissuance on a same-day basis of certificates for outstanding Government of Canada marketable securities, in order to recover from users the direct costs of providing the service. A charge of $20 per transaction was introduced for government bonds on 1 September 1989. A similar charge for same-day treasury bill transactions will be introduced three months after treasury bills have been made eligible for clearing and settlement through the Canadian Depository for Securities Limited, or on 1 March 1991 at the latest.

The Canadian Depository for Securities

As noted in the earlier section on monetary and financial developments, the Bank continued its involvement during 1989 in the work of the Canadian Depository for Securities Limited (CDS) to make the clearing and settlement of securities transactions in Canada more efficient. By summer, arrangements were sufficiently advanced to permit domestic marketable bond issues of the Government of Canada to be selected for inclusion on a pilot basis in CDS's computerized clearing and settlement systems.

The financial institutions which use CDS's services began depositing their holdings of marketable government bonds with CDS early in

October. By the end of the year, nineteen issues had been declared eligible for inclusion in CDS's book-based settlement systems, and about 70 per cent of the outstanding par value of these issues had been deposited with CDS.

Unclaimed bank balances

The Bank responded to some 10,300 inquiries concerning unclaimed bank balances in 1989, an increase of 15 per cent from the previous year. The number of inquiries has more than tripled since 1983, when copies of the central records of all balances held by the Bank were placed in each Agency, where they can be reviewed free of charge. In 1989, the Bank searched more than 8,600 records and made payments of $1.6 million in respect of 2,558 accounts. At the end of 1989, the Bank held $98.4 million of unclaimed balances, which form part of 'other deposits' in the Statement of Assets and Liabilities.

APPENDIX TABLES

Bank of Canada assets and liabilities

Monthly changes, millions of dollars[1]

	Assets				Liabilities				
	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Advances to CPA members	All other assets (net)	Notes in circulation	Canadian dollar deposit liabilities			
						Chartered banks	Other CPA members	Government of Canada	Other
1989									
January	−485	−1,929	7	−137	−2,323	−127	−249	−2	157
February	493	−402	−45	−191	−102	−28	23	5	−43
March	−958	1,053	54	−159	−20	−177	42	−1	146
April	75	−13	204	151	14	526	−63	6	−65
May	284	1,357	−356	14	920	233	93	−10	63
June	2,287	−1,891	54	−65	642	−433	141	1	33
July	1,108	−531	250	37	−206	708	−15	397	−20
August	−1,598	1,129	−549	−237	14	−833	87	−403	−121
September	−174	−700	76	144	−188	−189	−253	8	−31
October	−62	515	−101	11	129	154	91	−2	−9
November	−292	−360	160	110	66	−322	−84	−1	−40
December	−200	2,180	72	343	2,112	99	157	7	21
Annual change	478	408	−174	21	1,058	−389	−30	5	91
1990									
January	424	−2,375	243	−198	−2,470	567	−47	−10	53

1. Components may not add to totals because of rounding

Chartered bank cash reserves and clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Chartered bank cash reserves			
		Total minimum cash requirements	Average holdings of statutory coin and Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits
1989					
January	**1–15**	5,472	3,711	1,761	1,849
	16–31				1,798
February	**1–15**	5,593	4,271	1,323	1,426
	16–28				1,407
March	**1–15**	5,345	3,549	1,796	1,824
	16–31				1,830
April	**1–15**	5,376	3,386	1,991	2,061
	16–30				2,076
May	**1–15**	5,228	3,405	1,823	1,853
	16–31				1,852
June	**1–15**	5,290	3,341	1,948	2,004
	16–30				2,044
July	**1–15**	5,335	3,620	1,715	1,785
	16–31				1,763
August	**1–15**	5,434	3,798	1,636	1,663
	16–31				1,739
September	**1–15**	5,363	3,771	1,593	1,641
	16–30				1,682
October	**1–15**	5,368	3,783	1,584	1,655
	16–31				1,696
November	**1–15**	5,431	3,768	1,663	1,756
	16–30				1,693
December	**1–15**	5,454	3,742	1,712	1,828
	16–31				1,804
1990					
January	**1–15**	5,450	3,752	1,699	1,753
	16–31				1,732
February	**1–15**	5,611	4,462	1,149	1,214

Sum of reservable day weights in period	Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association	
			Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of clearing days in month
13	1,135	.064	129	21
16	581	.027		
15	1,547	.075	118	20
13	1,098	.061		
15	413	.021	139	22
18	608	.025		
14	979	.052	134	20
14	1,196	.063		
15	444	.022	127	22
16	465	.022		
15	838	.042	120	22
18	1,726	.072		
13	920	.053	139	20
15	727	.036		
15	399	.020	148	23
16	1,636	.076		
17	819	.036	117	20
14	1,256	.067		
14	987	.052	95	21
16	1,785	.083		
15	1,397	.068	100	21
15	450	.022		
17	1,976	.085	123	19
15	1,390	.068		
14	757	.039	93	22
16	529	.024		
15	981	.047		

Bank of Canada net transactions in Government of Canada securities

Delivered basis, par value in millions of dollars

	Net purchases from (+) or net sales to (−) investment dealers and banks				
	Outright transactions		Transactions under[1]		
	Treasury bills	Bonds	PRA	SPRA	SRA
1989					
January	−185.0	–	–	–	–
February	−65.0	–	–	+1,075.0	–
March	−659.0	–	+328.5	−756.0	–
April	−170.0	–	−148.9	−319.0	–
May	−1,513.0	–	+149.4	–	–
June	–	–	+58.7	–	–
July	−135.0	–	+119.3	+409.3	–
August	–	–	−507.0	−409.3	–
September	–	–	+99.7	+315.0	–
October	–	–	+350.3	−315.0	–
November	–	–	−450.0	–	–
December	–	–	–	–	–
Total	−2,727.0	–	–	–	–
1990					
January	−1,070.0	–	+368.0	–	–

1. PRA denotes Purchase and Resale Agreements; SPRA denotes "Special" Purchase and Resale Agreements; SRA denotes Sale and Repurchase Agreements
2. Including PRA, SPRA and SRA transactions

Net transactions with government and other client accounts				Net change in holdings of Government of Canada securities[2]		
Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (−) government accounts and client accounts		Bills	Bonds	Total
Bills	Bonds	Bills	Bonds			
+885.2	+10.0	−1,225.0	–	−524.8	+10.0	−514.8
+230.0	−115.2	−577.7	–	+492.8	+54.3	+547.1
+818.7	−73.6	−630.0	–	−830.1	−141.3	−971.4
+1,528.7	−50.1	−776.4	–	+216.2	−151.9	+64.3
+1,976.6	–	−286.1	–	+326.9	–	+326.9
+3,100.6	−69.7	−735.9	–	+2,390.9	−37.2	+2,353.7
+1,232.7	−143.8	−403.5	–	+1,172.1	−93.1	+1,079.0
+134.2	−91.3	−799.8	–	−1,498.7	−174.5	−1,673.2
+279.9	+15.0	−849.1	–	−169.0	+29.5	−139.5
+587.5	−105.2	−574.8	–	+49.7	−106.9	−57.2
+1,124.8	−74.2	−914.2	–	−226.6	−87.0	−313.6
+832.1	+42.2	−1,052.0	–	−219.9	+42.2	−177.7
+12,731.0	−655.9	−8,824.5	–	+1,179.5	−655.9	+523.6
+2,002.1	+10.0	−896.0	–	+404.1	+10.0	+414.1

Bank of Canada advances to members of the Canadian Payments Association; PRA and SRA outstanding

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Advances to chartered banks		Advances to directly clearing non-bank members of the CPA	
		Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]	Number of days outstanding	Average amount outstanding[2]
1989					
January	**1–15**	9	187.5	12	38.5
	16–31	12	173.3		
February	**1–15**	11	201.0	12	29.6
	16–28	9	164.0		
March	**1–15**	11	173.5	10	48.5
	16–31	11	154.2		
April	**1–15**	10	162.1	7	80.2
	16–30	10	168.0		
May	**1–15**	11	144.7	8	33.5
	16–31	11	165.8		
June	**1–15**	11	134.4	11	60.5
	16–30	11	145.1		
July	**1–15**	9	168.1	12	28.5
	16–31	11	169.8		
August	**1–15**	11	164.9	10	23.9
	16–31	12	150.2		
September	**1–15**	10	124.2	10	33.2
	16–30	10	101.5		
October	**1–15**	9	108.5	11	36.6
	16–31	12	140.0		
November	**1–15**	10	127.4	15	34.9
	16–30	11	100.8		
December	**1–15**	11	76.5	12	43.1
	16–31	8	93.3		
1990					
January	**1–15**	10	126.2	15	37.3
	16–31	12	128.6		
February	**1–15**	11	180.4		

1. Average based on the number of reservable days in the averaging period
2. Average based on the number of clearing days in the month

Purchase and Resale Agreements				Sale and Repurchase Agreements	
Regular PRA		Special PRA			
Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]	Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]	Number of days outstanding	Average amount outstanding[1]
–	–	3	69.1	–	–
1	5.7	–	–	1	6.3
3	29.3	–	–	1	25.0
–	–	1	119.4	–	–
–	–	3	79.0	–	–
3	67.8	3	114.4	1	6.8
2	30.7	3	133.9	–	–
2	18.4	–	–	–	–
3	76.1	1	12.8	–	–
10	337.8	1	38.2	–	–
10	470.2	2	59.5	–	–
7	159.8	1	16.4	1	4.5
8	412.5	–	–	–	–
10	332.5	2	87.7	–	–
7	205.2	2	75.9	–	–
7	114.3	4	115.0	–	–
6	162.0	1	33.5	–	–
3	37.6	1	31.5	–	–
3	34.0	1	62.0	–	–
5	121.8	–	–	–	–
5	76.6	1	34.1	1	7.5
1	12.5	–	–	–	–
8	123.1	–	–	–	–
2	17.8	1	74.5	–	–
4	97.5	1	17.5	–	–
12	369.6	2	94.2	–	–
3	20.3	1	93.2	4	56.4

Government of Canada marketable securities: New issues and retirements

Date in 1989	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity %	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars					
5 Jan.	10¼% 1 February 1994	5 yrs. 27 days	10.28	650	
26 Jan.	10¼% 1 December 1998	9 yrs. 10 mos. 6 days	10.31	600	
9 Feb.	10¼% 1 February 1994	4 yrs. 11 mos. 20 days	10.06	650	
15 Feb.	6¼% 15 February 1989				150
	11% 15 February 1989				200
	9½% 15 June 1994				51[1]
	10% 1 October 1995				13[1]
	9¼% 15 May 1997				48[1]
	9% 15 October 1999				29[1]
	9¼% 15 December 2000				22[1]
	9½% 1 October 2001				65[1]
	8¼% 1 February 2002				12[1]
	9½% 1 October 2003				36[1]
23 Feb.	10% 1 June 2008	19 yrs. 3 mos. 6 days	9.91	450	
5 Mar.	8% 5 March 1989				600
	11% 5 March 1991	2 yrs.	11.15	700	
15 Mar.	12½% 15 March 1989				575
	10¼% 1 May 1993	4 yrs. 1 mo. 17 days	11.06	75	
	10¼% 15 December 1995	6 yrs. 9 mos.	10.82	150	
	10¼% 15 March 1998	9 yrs.	10.66	625	
	10¼% 15 March 2014	25 yrs.	10.39	350	
				1,200	
30 Mar.	10¼% 15 March 2014	24 yrs. 11 mos. 16 days	10.32	500	
13 Apr.	10¼% 15 March 1998	8 yrs. 11 mos. 2 days	10.77	650	
15 Apr.	9¼% 15 April 1989				275
1 June	13¼% 1 June 1989				525
	10% 1 June 2008	19 yrs.	9.79	525	
6 June	9% 6 June 1989				550
	10½% 6 June 1991	2 yrs.	10.54	550	
1 July	8½% 1 July 1989				1,175
	13½% 1 July 1989				150
	9¼% 1 October 1994	5 yrs. 3 mos.	9.68	175	
	9½% 1 October 1998	9 yrs. 3 mos.	9.51	700	
	9½% 1 June 2010	20 yrs. 11 mos.	9.50	450	
				1,325	
27 July	9¼% 1 May 1996	6 yrs. 9 mos. 5 days	9.36	650	
1 Aug.	13¼% 1 August 1989				442
	9¼% 1 October 1994	5 yrs. 2 mos.	9.44	750	
10 Aug.	9½% 1 June 2010	20 yrs. 9 mos. 22 days	9.42	550	
24 Aug.	9¼% 15 December 1994	5 yrs. 3 mos. 22 days	9.29	750	
31 Aug.	9¼% 1 May 1996	6 yrs. 8 mos. 1 day	9.57	650	

Date in 1989	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity %	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired[2]
Issues payable in Canadian dollars					
6 Sept.	9¼% 6 September 1989				550
	10¼% 6 September 1991	2 yrs.	10.35	800	
21 Sept.	9¼% 1 December 1999	10 yrs. 2 mos. 10 days	9.45	750	
1 Oct.	10% 1 October 1989				450
	10½% 1 October 1989				775
	9¼% 1 July 1992	2 yrs. 9 mos.	9.92	100	
	9¼% 15 December 1994	5 yrs. 2 mos. 14 days	9.58	125	
	9¼% 1 December 1999	10 yrs. 2 mos.	9.46	850	
	9½% 1 June 2010	20 yrs. 8 mos.	9.44	425	
				1,500	
19 Oct.	9½% 1 September 1993	3 yrs. 10 mos. 13 days	10.11	750	
1 Nov.	10¼% 1 November 1989				350
	12¼% 1 November 1989				325
	9¼% 15 December 1994	5 yrs. 1 mo. 14 days	9.62	750	
16 Nov.	9¼% 1 December 1999	10 yrs. 15 days	9.40	750	
6 Dec.	9¼% 6 December 1989				500
	10½% 6 December 1991	2 yrs.	10.61	900	
15 Dec.	11¼% 15 December 1989				1,075
	9½% 1 September 1993	3 yrs. 8 mos. 17 days	10.22	125	
	10% 1 March 1995	5 yrs. 2 mos. 17 days	9.97	450	
	9¼% 1 December 1999	9 yrs. 11 mos. 17 days	9.66	475	
	9½% 1 June 2010	20 yrs. 5 mos. 17 days	9.46	450	
				1,500	
	Total bonds payable in Canadian dollars			18,850	8,943
	Total treasury bills			297,050	271,600
Issues payable in foreign currencies					
15 Feb.	U.S. $150 million 10⅛% bonds due 15 July 1995				177[1]
15 Feb.	U.S. $42 million 8¾% bonds due 1 April 1998				50[1]
15 Feb.	U.S. $66 million 9¼% bonds due 15 October 1998				78[1]
20 Mar.	SFr. 252 million 3⅜% notes due 20 March 1989				186
24 Apr.	U.S. $67 million 10⅛% bonds due 15 July 1995				80[1]

(Continued)

Government of Canada marketable securities: New issues and retirements

Date in 1989	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity %	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired[2]
Issues payable in foreign currencies					
24 Apr.	U.S. $9 million 8¼% bonds due 1 April 1998				11[1]
24 Apr.	U.S. $7 million 9¼% bonds due 15 October 1998				8[1]
26 Apr.	U.S. $6 million 8½% notes due 26 April 1989				7[1]
30 Apr.	DM 200 million 8½% notes due 30 April 1989				126
3 May	SFr. 300 million 5¼% loan due 3 May 1989				211
15 July	U.S. $450 million 9¼% bonds due 15 July 1989				536
15 Oct.	U.S. $277 million 9¼% bonds due 15 October 1998				326[4]
15 Nov.	U.S. $175 million 12½% notes due 15 November 1989				205[5]
27 Nov.	Yen 80 billion 7% loan due 27 November 1993				652[6]
	Total notes and bonds payable in foreign currencies			–	2,653
	Total Canada Bills			5,638	6,002[7]

1. Cancellation of bonds purchased in the open market
2. Foreign currency values converted to Canadian dollars at the noon rate on the retirement date
3. Bonds originally issued by Canadair Limited on 26 April 1982 and assumed by the Government of Canada on 12 February 1986
4. Consisting of U.S. $24 million purchased in the open market and the outstanding balance of U.S. $253 million (of an original U.S. $350 million issued on 15 October 1978) called for redemption
5. Bonds originally issued by Canadair Limited on 15 November 1982 and assumed by the Government of Canada on 7 November 1985
6. Outstanding balance of yen 80 billion, issued on 27 November 1985, called for redemption at a premium of 0.5 per cent
7. Canada Bills are notes denominated in U.S. dollars issued for terms not exceeding 270 days

FINANCIAL STATEMENTS

AUDITORS OF THE BANK OF CANADA

VÉRIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

COOPERS & LYBRAND **PEAT MARWICK**

AUDITORS' REPORT

We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1989 and the statement of revenue and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1989 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

Coopers & Lybrand

Peat Marwick

Chartered Accountants

Ottawa, Canada

February 6, 1990

Bank of Canada Statement of revenue and expense

Year ended 31 December 1989
(with comparative figures for 1988)

	1989	1988
	Millions of dollars	
REVENUE		
Revenue from investments and other sources, net of interest paid on deposits of $42.8 ($21.3 in 1988)	$2,424.5	$2,109.7
EXPENSE		
Salaries[1]	$ 72.1	$ 67.6
Contributions to pension and insurance funds[2]	9.1	8.7
Other staff expenses[3]	2.3	2.2
Directors' fees	0.1	0.1
Auditors' fees and expenses	0.5	0.5
Taxes – municipal and business	9.5	8.8
Bank note costs	40.0	35.1
Data processing and computer costs	6.3	5.8
Premises maintenance – net of rental income[4]	19.7	19.6
Printing of publications	1.0	0.5
Other printing and stationery	2.4	2.2
Postage and express	1.8	1.6
Telecommunications	1.8	1.7
Travel and staff transfers	2.7	2.3
Other expenses	2.9	2.1
	172.2	158.8
Depreciation on buildings and equipment	13.5	13.2
	185.7	172.0
NET REVENUE PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	$2,238.8	$1,937.7

1. Salaries include overtime and are for Bank staff other than those engaged in premises maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time and overtime work) was 2,255 in 1989 compared with 2,234 in 1988.
2. Contributions to pension and insurance funds for Bank staff other than those engaged in premises maintenance.
3. Other staff expenses include retirement allowances and educational training costs.
4. Premises maintenance comprises building and equipment maintenance expenses including related staff costs.

(See accompanying notes to the financial statements)

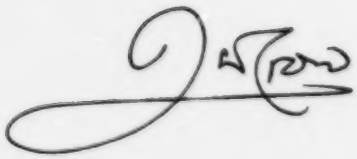
Bank of Canada Statement of assets and liabilities

As at 31 December 1989
(with comparative figures for 1988)

ASSETS	1989	1988
	Millions of dollars	
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	$ 352.4	$ 369.1
Other currencies	17.5	263.0
	369.9	632.1
Advances to members of the Canadian Payments Association (notes 2 and 8)	311.6	485.3
Investments — at amortized values (note 3):		
Treasury bills of Canada	10,815.7	9,685.0
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years	3,424.6	3,051.4
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years	6,584.8	7,609.8
Other investments	2,764.8	2,357.9
	23,589.9	22,704.1
Bank premises (note 4)	138.4	139.8
Accrued interest on investments	293.8	320.8
Other assets	76.0	37.0
	$24,779.6	$24,319.1

(See accompanying notes to the financial statements)

LIABILITIES	1989	1988
	Millions of dollars	
Capital paid up (note 5)	$ 5.0	$ 5.0
Rest fund (note 6)	25.0	25.0
Notes in circulation	22,092.6	21,032.4
Deposits:		
Government of Canada	20.7	14.2
Chartered banks	1,786.6	2,177.1
Other members of the Canadian Payments Association	229.7	259.7
Other deposits	397.3	307.5
	2,434.3	2,758.5
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	209.0	472.9
Bank of Canada cheques outstanding	7.6	18.8
Other liabilities	6.1	6.5
	$24,779.6	$24,319.1



Governor, J. W. CROW

Chief Accountant, J.-P. AUBRY

Bank of Canada Notes to the financial statements
31 December 1989

1. Significant accounting policies

The financial statements of the Bank conform to the disclosure and accounting requirements of the Bank of Canada Act and the Bank's by-laws. The significant accounting policies of the Bank are:

a) Revenues and expenses

Revenues and expenses are accounted for on the accrual basis except for interest on advances to a bank ordered to be wound up where interest is recorded as received.

b) Investments

Investments, consisting mainly of Government of Canada treasury bills and bonds, are recorded at a cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition are included in revenue.

c) Translation of foreign currencies

Assets and liabilities in foreign currencies are translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end. Gains and losses from translation of, and transactions in, foreign currencies are included in revenue.

d) Bank premises

Bank premises, consisting of land, buildings and equipment, are recorded at cost less accumulated depreciation. Depreciation is calculated on the declining balance method using the following annual rates:

Buildings	5%
Computer equipment	35%
Other equipment	20%

A full year of depreciation is charged against assets in the year of acquisition, except for Projects in progress which are depreciated from the point of substantial completion. No depreciation is taken on assets in the year of disposal.

e) Pension plan

The Bank's contributions to the Pension Fund are recorded as expenses at the time they are made. Actuarial surpluses or deficiencies, if any, are amortized over periods not exceeding those provided for by the Pension Benefits Standards Act, 1985, and the regular contributions are adjusted accordingly.

f) Insurance

The Bank does not insure against direct risks of loss to the Bank, except for potential liabilities to third parties and where there are legal or contractual obligations to carry insurance. Any costs arising from these risks are recorded in the accounts at the time they can be reasonably estimated.

2. Advances to members of the Canadian Payments Association

Advances include a total of $46.4 million ($143.0 million in 1988) provided to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank for which winding-up orders have been issued by the courts. On the basis of the available information, it is the opinion of the Bank of Canada that this amount will be fully repaid from the proceeds of the liquidations.

3. Investments

Investments may include securities of the Government of Canada held under Purchase and Resale Agreements (PRA). As at 31 December 1989 and 1988 there were no securities held under PRA.

4. Bank premises

	1989			1988
	Millions of dollars			
	Cost	Accumulated depreciation	Net	Net
Land and buildings	$171.9	$ 69.2	$102.7	$107.4
Computer equipment	27.5	22.1	5.4	6.9
Other equipment	56.5	32.2	24.3	16.3
	255.9	123.5	132.4	130.6
Projects in progress	6.0	–	6.0	9.2
	$261.9	$123.5	$138.4	$139.8

5. Capital

The authorized capital of the Bank is $5.0 million divided into 100,000 shares of the par value of $50 each. The shares are fully paid and in accordance with the Bank of Canada Act have been issued to the Minister of Finance, who is holding them on behalf of Canada.

6. Rest fund

The rest fund was established by the Bank of Canada Act and represents the general reserve of the Bank. In accordance with the Act, the rest fund was accumulated out of net revenue until it reached the stipulated maximum amount of $25.0 million in 1955. Subsequently, all net revenues have been paid to the Receiver General for Canada.

7. Contingent liability

During 1989 the Bank of Canada, along with central banks of other industrial countries, participated in short-term bridging arrangements to the Banco de Mexico and the Narodowy Bank Polski through the Bank for International Settlements. As at 31 December 1989, the Bank of Canada's contingent liability on the principal amounts outstanding under the arrangements with the Banco de Mexico and the Narodowy Bank Polski were U.S. $33.4 million (Can. $38.7 million at the 31 December 1989 closing exchange rate) and U.S. $8.6 million (Can. $10.0 million at 31 December 1989 closing exchange rate), respectively.

8. Legal matters

The Bank of Canada's security for advances to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank includes the loan portfolios of those institutions. In the case of the Canadian Commercial Bank, submissions have been presented to the court to determine whether the interest received from the portfolio forms part of the Bank's security. In the unlikely event that there were a final legal determination that all the interest is not included in the security it could result in some adjustment relating to amounts which have been recorded in income.

BOARD OF DIRECTORS

John W. Crow	Governor *Member of the Executive Committee*
Gordon G. Thiessen	Senior Deputy Governor *Member of the Executive Committee*
Jalynn H. Bennett	TORONTO, ONTARIO
Brian R. Heidecker	CORONATION, ALBERTA
Frederick E. Hyndman	CHARLOTTETOWN, PRINCE EDWARD ISLAND *Member of the Executive Committee*
Harold W. Lane, Q.C.	SASKATOON, SASKATCHEWAN
Leslie M. Little, Q.C.	VANCOUVER, BRITISH COLUMBIA *Member of the Executive Committee*
James A. MacMurray	SAINT JOHN, NEW BRUNSWICK
Nancy Orr-Gaucher	WESTMOUNT, QUEBEC
Susan H. Patten	ST. JOHN'S, NEWFOUNDLAND
Ernest G. Penner	STEINBACH, MANITOBA
John F. Robinson	LONDON, ONTARIO *Member of the Executive Committee*
Guylaine Saucier	MONTREAL, QUEBEC *Member of the Executive Committee*
Ex-officio	
Frederick W. Gorbet	Deputy Minister of Finance *Member of the Executive Committee*

SENIOR OFFICERS

John W. Crow, *Governor*
Gordon G. Thiessen, *Senior Deputy Governor*

J. N. Ross Wilson, *Deputy Governor*
Charles Freedman, *Deputy Governor*[1]
W. Albert McKay, *Director of Administration*
Frank Faure, *Adviser*
Alvin C. Lamb, *Adviser*
Louise Vaillancourt-Châtillon, *Adviser and Secretary*

Associate Advisers
John S. Roberts[3]
Jacques Clément, *Chief, Securities, Montreal Div.*
Donald R. Stephenson

Securities Department
Vaughn O'Regan, *Chief*
L. Theodore Requard, *Deputy Chief*
Ian D. Clunie, *Chief, Market Analysis and Open Market Operations*
James F. Dingle, *Securities Adviser*[4]
Patrick E. Demerse, *Securities Adviser*
Kevin J. Clinton, *Securities Adviser*
Stephen L. Harris, *Securities Adviser*
Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

Research Department
David E. Rose, *Chief*
John G. Selody, *Deputy Chief*

Department of Monetary and Financial Analysis
Pierre Duguay, *Chief*
R. Bruce Montador, *Deputy Chief*
David J. Longworth, *Research Adviser*
Clyde A. Goodlet, *Research Adviser*

International Department
John D. Murray, *Chief*
Stephen S. Poloz, *Deputy Chief*
Nicholas Close, *Senior Foreign Exchange Adviser, Toronto*
Brian O'Reilly, *Research Adviser*

Bernard Bonin, *Deputy Governor*
William R. White, *Deputy Governor*
Serge Vachon, *Adviser*[2]
Tim E. Noël, *Adviser*
W. Paul Jenkins, *Adviser*
John E. H. Conder, *Adviser*
†*see below*

Department of Banking Operations
Donald G. M. Bennett, *Chief*
Roy L. Flett, *Special Adviser*
William R. Melbourn, *Deputy Chief*
Gordon B. May, *Deputy Chief*
C. Ross Tousaw, *Agent, Toronto*
Alexander G. Keith, *Agent, Calgary*

Public Debt Department
George M. Pike, *Chief*
Bonnie J. Schwab, *Deputy Chief*

Secretary's Department
Louise Vaillancourt-Châtillon, *Secretary*
Guy Thériault, *Deputy Secretary*
DEBT SYSTEMS
James M. McCormack, *Program Co-ordinator*

Automation Services Department
Daniel W. MacDonald, *Chief*

Personnel Department
Vivian L. Bethell, *Chief*
Claude J.-B. Montambault, *Deputy Chief*
Paul E. Cloutier, *Senior Personnel Adviser*

Department of Premises Management
Colin J. Stephenson, *Chief*
Kenneth W. Kaine, *Deputy Chief*

Comptroller's Department
Jean-Pierre Aubry, *Comptroller and Chief Accountant*
Frank J. Mahoney, *Deputy Comptroller*

Audit Department
Janet Cosier, *Auditor*
Peter W. Koppe, *Deputy Auditor*

1. On leave of absence as the Clifford Clark Visiting Economist in the Department of Finance
2. Also Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association
3. On leave of absence as Interim General Manager of the Canadian Payments Association
4. Also Alternate Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

† Jacques A. Bussières, Adviser to the Governor, is on a leave of absence, serving as Governor of the Bank of Zambia.

REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES

Securities Department

Montreal
Jacques Clément, *Chief, Montreal Division*
Vancouver
Louis-Robert Lafleur, *Representative*

Toronto
Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

International Department

Montreal
Gautam Hooja, *Foreign Exchange Adviser*

Toronto
Nicholas Close,
Senior Foreign Exchange Adviser

Department of Banking Operations

Halifax
Robert E. Burgess, *Agent*
Saint John
Kenneth T. McGill, *Agent*
Montreal
J. G. Michel Sabourin, *Agent*
J. R. M. Serge Poirier, *Assistant Agent, Operations*
David J. McDougall, *Assistant Agent, Planning*
Ottawa
Robert Dupont, *Agent*

Toronto
C. Ross Tousaw, *Agent and Banking Operations Adviser*
William H. Watson, *Deputy Agent*
Dale M. Fleck, *Manager, Bond Processing, Client and Banking Services*
Harry S. Hooper, *Manager – Cash Processing*
Winnipeg
Alan H. Potter, *Agent*
Regina
Graham L. Page, *Agent*
Calgary
Alexander G. Keith, *Agent and Regional Financial Representative*
Claude P. Desautels, *Deputy Agent*
Vancouver
William G. Percival, *Agent*

Banque du Canada

Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

1989

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-20-289

CN ISSN 0067-3587

Imprimé au Canada

Bank of Canada · Banque du Canada

John W. Crow
Governor · Gouverneur

Ottawa K1A 0G9

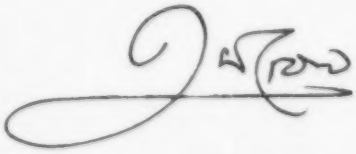
le 28 février 1990

L'honorable Michael H. Wilson, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous remettre mon rapport pour l'année 1989 ainsi qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de la façon prescrite par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le Ministre, l'expression de mes sentiments distingués.



BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR – 1989

OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL 7

L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La demande, l'activité économique et l'inflation 15

L'évolution monétaire et financière 25

L'évolution internationale 35

LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA

La mise en œuvre de la politique monétaire 41

La gestion de la dette publique et du Trésor 43

Les opérations de change 47

L'émission des billets de banque, le service de la dette et les opérations bancaires 51

TABLEAUX EN ANNEXE 55

ÉTATS FINANCIERS 67

CONSEIL D'ADMINISTRATION 75

PRINCIPAUX CADRES 76

REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES 77

OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL

La politique monétaire mise en œuvre au Canada a beaucoup retenu l'attention en 1989. Aussi convient-il, avant d'examiner en détail les mesures prises par la Banque du Canada, d'exposer brièvement la fonction première de la politique monétaire.

La politique monétaire sert avant tout à régler le rythme de création de la monnaie. Elle est aussi un instrument de la politique économique des pouvoirs publics. À ce titre, elle doit être formulée de façon à contribuer le plus possible au bon fonctionnement de l'économie canadienne.

La contribution unique que la politique monétaire peut systématiquement apporter à la bonne tenue de l'économie est de veiller à ce que les Canadiens puissent disposer, dans la conduite de leurs affaires, d'une monnaie qui leur inspire confiance. Il est donc nécessaire de contenir l'expansion de la masse monétaire pour que la monnaie conserve sa valeur, c'est-à-dire son pouvoir d'achat.

Cette nécessité tient au fait que la monnaie est le fondement de notre économie; en d'autres termes, elle joue un rôle capital dans le fonctionnement de notre économie. Il est clair qu'une économie fondée sur la monnaie fonctionnera mieux si les agents économiques gardent confiance dans la monnaie qu'ils utilisent pour consommer, épargner ou investir.

S'il est difficile de réaliser la stabilité monétaire, autrement dit la stabilité des prix, c'est en partie parce que l'accélération du rythme de création de la monnaie représente, à première vue, un moyen inoffensif d'engendrer le surcroît de revenus et de dépenses que souhaitent toujours ardemment les agents économiques. Les politiques monétaires inflationnistes paraissent inoffensives parce que le tort qu'elles causent au tissu économique tend à se manifester à retardement, et là encore de façon généralement insidieuse plutôt que brutale. Aucun particulier ni aucun groupe ne peut être désigné comme le coupable, sauf bien sûr a posteriori les autorités monétaires.

La mise en œuvre de la politique monétaire appelle évidemment une foule de décisions. Il faut établir quelle est la meilleure manière de déterminer si la politique monétaire est sur la bonne voie, par quelles courroies de transmission elle agit sur les marchés financiers et l'économie, et quelle interaction il pourrait y avoir entre elle et d'autres politiques économiques suivies au Canada et à l'étranger; il y a là matière à analyse et discussion. La Banque du Canada participe, par divers canaux, à l'indispensable échange d'information et d'idées dans ce domaine, et, comme le veut la tradition, le présent rapport traite des aspects particulièrement marquants de l'évolution enregistrée au cours de la dernière année. Cependant, je tiens à souligner, avant d'aller plus loin, que c'est par le maintien de la valeur de la monnaie que la politique monétaire peut véritablement et de façon durable contribuer à la bonne tenue de l'économie. Aussi est-il essentiel de ne pas perdre de vue cet objectif lorsque l'on porte des jugements sur le bien-fondé de certaines mesures de politique monétaire.

La conjoncture économique et les mesures de politique monétaire

L'évolution économique à l'échelle nationale et internationale est analysée en détail dans d'autres sections du Rapport, mais je vais aborder dès maintenant certains de ses aspects importants.

À l'échelle internationale, un certain déplacement du foyer de l'activité économique a été observé au sein des principaux pays industriels. Pendant que la croissance de la production en Amérique du Nord décélérait, reflétant la

réaction de la politique économique au resserrement de l'offre et à l'intensification des pressions inflationnistes provoqués par les gains économiques rapides réalisés antérieurement, l'activité économique affichait une intense vigueur au Japon et dans une bonne partie de l'Europe. Le Japon a réussi remarquablement bien à passer d'une économie dont le moteur est l'exportation à une économie qui est axée davantage sur l'essor de la demande intérieure. Dans beaucoup de pays européens, le revirement de l'activité et des attentes par rapport à la morosité d'il y a quelques années est lié en grande partie à la manifestation de plus en plus évidente des attentes que suscite l'Europe de 1992. L'évolution récente de la situation en Europe de l'Est a apporté un nouvel élément aux perspectives de croissance économique.

Dans le même ordre d'idées, il convient de souligner aussi que les pays industriels accordent maintenant beaucoup plus d'attention qu'il y a quelques années à peine aux politiques structurelles visant à rendre l'économie plus apte à fournir le surcroît de biens et services attendu d'elle. Ces politiques, dont les principales concernent la privatisation, l'élimination des encouragements fiscaux ayant des effets préjudiciables, la réduction des barrières qui entravent le commerce international ou favorisent les monopoles, devraient maintenant commencer à porter leurs fruits sous la forme d'une amélioration des perspectives économiques et d'une plus grande aptitude à faire face aux chocs économiques défavorables.

Cependant, la capacité d'une économie de fournir, grâce à un meilleur rendement de l'appareil de production, un surcroît de biens et services n'est certainement pas sans limites et n'élimine absolument pas la nécessité de veiller à ce qu'il y ait équilibre entre la demande et l'offre. De fait, on a observé en Europe et au Japon une intensification des pressions inflationnistes par suite de la poussée de la demande. Les taux d'intérêt à court terme s'y sont nettement accrus sous l'effet des mesures de politique monétaire prises pour contrer ces pressions. De même, les taux à plus long terme se sont inscrits à la hausse en réaction à la modification des attentes du marché; ils ont aussi augmenté aux États-Unis ces derniers temps.

Au Canada, la vigueur de l'activité économique s'est quelque peu déplacée entre les régions. La reprise sensible enregistrée dans une grande partie de l'Ouest a eu pour contrepoids un ralentissement de la croissance au centre du pays ainsi qu'une légère atténuation des très fortes pressions s'exerçant sur l'appareil de production dans le sud de l'Ontario. Dans les provinces de l'Atlantique, la rareté de plus en plus manifeste du poisson et la menace qu'une telle situation fait peser sur l'emploi dans ce secteur ont mis davantage en évidence quelques-uns des problèmes structurels qui sont profondément enracinés dans l'économie de la région.

Il semble davantage admis aujourd'hui que le Canada a un marché financier unifié, que les capitaux ne peuvent être confinés à une région ou à un secteur donné et que les épargnants et les investisseurs sont libres de chercher dans tout le pays la meilleure affectation possible de leurs ressources. Indispensable au bon fonctionnement de l'économie nationale, cette liberté implique par ailleurs que le champ d'application de la politique monétaire ne peut être que national. L'expansion monétaire n'est pas gérée et ne saurait être gérée en fonction des régions. C'est pourquoi la Banque du Canada s'attache surtout à la situation économique nationale lorsqu'elle formule sa politique monétaire. L'expression «situation économique nationale» recouvre les conditions propres à chaque région et à chaque branche d'activité, et c'est sur la foi de toutes les données que sont arrêtées les décisions touchant la mise en œuvre de la politique monétaire.

Avant de passer en revue les mesures prises par la Banque du Canada, je voudrais faire remarquer que la croissance de la dépense globale, qui était trop rapide pour être soutenue sans risque pour l'économie, s'est ralentie quelque peu en 1989 par rapport à 1988, pour avoisiner les 7 %. Malgré cet heureux ralentissement, le taux tendanciel d'inflation au Canada s'est inscrit en hausse en 1989, car les pressions de la demande demeuraient aiguës. Les tensions persistantes sur les marchés des biens et services et sur celui de la main-d'œuvre ont entraîné une croissance de plus en plus rapide des coûts tout au long de l'année. La hausse des prix à la consommation s'est également accélérée, s'établissant à 5 % en 1989, contre 4 % antérieure-

ment. Par ailleurs, les pressions inflationnistes se sont intensifiées dans toutes les régions et leur effet s'est fait sentir plus également dans l'ensemble du pays, preuve de l'envergure nationale du problème. Les mesures prises par la Banque du Canada ont visé à contenir, à modérer et à renverser ces pressions.

Les agrégats financiers dont la Banque suit l'évolution de plus près ont eux aussi reflété la vigueur persistante de la dépense au sein de l'économie. Les agrégats monétaires M2 et M2+ ont affiché une forte progression durant toute l'année 1989. Pour des raisons qui sont exposées dans une prochaine section du Rapport, il faut ajuster cette progression à la baisse, mais même une fois cette correction apportée, on constate que l'expansion de la masse monétaire a dépassé les 10 %. L'ensemble des crédits octroyés aux entreprises et aux ménages a continué de croître à des taux supérieurs à 10 %. La demande de crédit hypothécaire par les ménages a progressé au rythme très rapide de 15 %. Avec de telles augmentations, il serait difficile de prétendre que l'économie canadienne a souffert d'une pénurie de liquidités ou de crédit.

Dans ces circonstances, la mise en œuvre d'une politique visant une expansion modérée de la monnaie s'est traduite par un resserrement des conditions monétaires. Les taux d'intérêt à court terme ont augmenté d'environ 1¼ point de pourcentage au début de 1989 et sont restés relativement fermes pendant le reste de l'année. Comme les taux d'intérêt américains à court terme s'étaient inscrits à la baisse à partir du mois de mars, la Banque du Canada a dû prendre à l'occasion des mesures vigoureuses sur les marchés monétaires pour bien faire comprendre que les conditions monétaires au Canada doivent d'abord et avant tout traduire la situation financière et économique du pays.

C'est sur cette toile de fond que le dollar canadien a continué de s'apprécier. En particulier, il avait gagné quelque 3 % à la fin de 1989 par rapport à la devise américaine.

De tous les aspects propres à la politique monétaire, c'est peut-être la relation entre les mesures prises par la Banque du Canada et le taux de change qui a le plus retenu l'attention et suscité le plus de critiques l'année dernière. Dans la prochaine partie de mes observations, je traiterai donc de la question du fonctionnement de la politique monétaire canadienne en m'attardant plus particulièrement sur l'ouverture du Canada à l'économie mondiale.

Mais auparavant, il serait bon de souligner que, même si le taux tendanciel d'inflation s'est accéléré au Canada ces deux dernières années, les prix des importations, qui représentent environ le quart de la dépense globale au Canada, sont en fait légèrement plus bas qu'ils ne l'étaient il y a deux ans. La baisse des prix à l'importation est dans une très large mesure imputable à l'appréciation que le dollar canadien a enregistrée ces dernières années. Aussi un simple calcul montre-t-il que, sans cette appréciation, les prix payés par les Canadiens auraient progressé encore plus vite qu'ils ne l'ont fait. Si l'on considère que cette baisse des prix à l'importation a atténué la hausse des coûts et des prix au Canada, force est de reconnaître que les facteurs internes ayant alimenté cette hausse ont dû être en vérité très puissants.

L'économie ouverte du Canada et la politique monétaire

Le Canada est doté d'un régime de taux de change flottants. Cela revient à dire que la valeur de notre monnaie sur les marchés internationaux varie en fonction de l'évolution de l'offre et de la demande dont le dollar canadien fait l'objet. Les critiques adressées à la Banque du Canada en 1989, particulièrement par les exportateurs, semblaient refléter en grande partie l'opinion que, étant donné notre régime de taux de change, la politique monétaire a eu un effet inopportun sur notre monnaie en la laissant s'apprécier considérablement. C'est de ce point de vue que je désire examiner ce que le régime de taux flottants implique et ce qu'il n'implique pas pour la politique monétaire, d'abord d'une façon générale, puis à la lumière des conditions propres à l'année dernière.

Les mesures de politique monétaire ne sont nullement le seul facteur à agir sur le taux de change. Toutefois, comme elles influencent l'évolution des taux d'intérêt à court terme, elles ont forcément une incidence sur la valeur externe de la monnaie. De fait, et il convient peut-être d'insister sur ce point, c'est par les courroies de transmission que constituent les taux

d'intérêt et le taux de change que la politique monétaire exerce son action nécessaire sur la dépense globale en termes nominaux et, par conséquent, sur l'intensité générale des pressions inflationnistes.

L'évolution de nos termes de l'échange, c'est-à-dire les prix que nous recevons en moyenne pour nos exportations sur les marchés mondiaux par rapport à ceux que nous payons pour nos importations, est un autre facteur qui, au fil des ans, a influencé le comportement du dollar canadien. Comme le Canada est un important producteur de matières industrielles et de biens agricoles, dont les cours mondiaux sont sujets à des mouvements de forte amplitude et de longue durée, il va de soi que ses termes de l'échange fluctuent considérablement. Ces derniers ont reculé d'environ 10 % dans la première partie des années 80 avant d'afficher un redressement tout aussi marqué en 1987 et 1988. Ce redressement a été un élément déterminant de l'appréciation qu'a connue le dollar canadien pendant cette période. Par ailleurs, les mouvements du taux de change attribuables aux variations des termes de l'échange agissent un peu à la manière d'un tampon. Ils contribuent à répartir sur l'ensemble de l'économie l'incidence d'une modification des termes de l'échange, comme l'explique une autre section du Rapport.

Ainsi, un régime de taux de change flottants peut présenter des avantages appréciables sur le plan de la gestion de l'économie nationale. Il ne peut toutefois pas servir de prétexte à la mise en œuvre d'une politique monétaire inflationniste.

En régime de taux de change flottants, il pourrait sembler approprié, à certains égards, de veiller à ce que la politique monétaire soit toujours suffisamment expansionniste, d'une part, pour réduire ou même éliminer complètement les risques que la monnaie s'apprécie à la faveur d'une amélioration des conditions sur les marchés d'exportation (comme cela a été le cas au Canada en 1987 et en 1988) et, d'autre part, pour favoriser une dépréciation de la monnaie qui permette d'annuler toute baisse de compétitivité sur ces marchés pouvant découler de fortes hausses des coûts intérieurs (comme cela s'est produit au Canada en 1989). Toutefois, une politique monétaire orientée en ce sens sacrifie la maîtrise de l'expansion monétaire, et cela en pure perte. Assurément, appliquer une telle politique revient à lâcher la bride à l'inflation; c'est ce qui s'est produit chaque fois qu'elle a été mise en œuvre et partout où elle l'a été. Le secteur des exportations, et à plus forte raison le reste de l'économie, ne tire aucun avantage d'une politique monétaire qui renonce à maîtriser les coûts intérieurs, même si le taux de change baisse de façon à faire contrepoids aux pressions persistantes qui s'exercent sur la compétitivité des prix à l'exportation. Une politique inflationniste comme celle-là ne favorise en rien l'efficience de la production, qui est le pivot d'une économie compétitive. De fait, étant donné le tort qu'elle causerait à notre monnaie, une telle politique nous rendrait moins productifs.

On peut également voir les choses dans une optique mondiale. Les politiques nationales qui ne sont pas orientées vers la lutte contre l'inflation et qui comptent sur la dépréciation de la monnaie pour maintenir la compétitivité sur les marchés d'exportation entravent l'expansion de l'économie mondiale au lieu de la promouvoir. L'épanouissement du commerce international, avec tous les avantages économiques qui en découlent, exige que les taux de change soient en général aussi stables qu'ils peuvent raisonnablement l'être. Quant au degré de stabilité auquel on peut aspirer en réalité, il dépend grandement des différences de structures économiques entre les divers pays; il y a là largement matière à discussion. Mais quoi qu'il en soit, comme nous l'avons appris au cours des années 70, des politiques nationales inflationnistes rendent tout à fait impossible ne serait-ce qu'un semblant de stabilisation des taux de change à l'échelle internationale.

Au Canada l'année dernière, la politique monétaire semble avoir été surtout critiquée pour son orientation jugée trop restrictive. On a reproché aux autorités monétaires d'avoir permis un élargissement des écarts entre les taux d'intérêt à court terme au Canada et aux États-Unis en maintenant les taux canadiens au même niveau pendant que baissaient les taux américains. D'aucuns ont soutenu que le resserrement des conditions monétaires a été d'autant plus inopportun qu'il a imprimé un mouvement ascen-

dant au cours de notre dollar, ce qui a réduit la compétitivité des industries canadiennes.

Comme je l'ai mentionné précédemment, la situation à laquelle a été essentiellement confrontée la politique monétaire au Canada a été caractérisée par une dépense trop élevée, qui a engendré des pressions de plus en plus fortes du côté de l'inflation. Ces pressions ont été nettement plus intenses au Canada qu'aux États-Unis. Aussi, ne serait-ce qu'à cause de cette différence d'intensité, les mesures mises de l'avant au Canada pour freiner le rythme d'expansion de la monnaie et de la demande intérieure conduisaient forcément à l'imposition de taux d'intérêt à court terme beaucoup plus élevés que ceux pratiqués aux États-Unis. Cet écart entre les taux d'intérêt a de fait contribué à l'appréciation qu'a connue le dollar canadien en 1989 par rapport à la devise américaine.

Par conséquent, compte tenu du mode de fonctionnement inhérent à la politique monétaire, la critique selon laquelle elle aurait soumis les écarts de taux d'intérêt et le taux de change à des pressions excessives doit procéder de la croyance qu'elle est allée trop loin dans la lutte contre l'inflation.

J'ai déjà signalé que cet argument a pour faiblesse fondamentale de ne s'appuyer sur aucune preuve; nous y reviendrons dans une prochaine section du Rapport. L'inflation qui a sévi au Canada en 1989, en particulier l'inflation d'origine interne, est allée en s'accélérant; en d'autres termes, elle nous a éloignés de la stabilité des prix au lieu de nous en rapprocher.

Pour ce qui est des conditions régnant sur le marché monétaire et le marché des changes, il convient cependant de faire remarquer que, toutes choses égales par ailleurs, une compression de la demande engendrée par les politiques budgétaires restrictives de l'un ou l'autre niveau de gouvernement – ou même un ralentissement de la dépense du secteur privé – contribuerait à atténuer les pressions qu'exerce une politique monétaire anti-inflationniste sur les taux d'intérêt à court terme et sur le taux de change.

Le rôle du taux de change dans l'aggravation du déficit de la balance canadienne des paiements courants en 1989 a aussi suscité certaines inquiétudes. Il faut s'attendre à ce que les fluctuations de nature conjoncturelle entraînent des variations du solde de notre balance courante. Ces derniers temps, un facteur important de l'accroissement des importations a été le rythme exceptionnellement rapide de la dépense intérieure, en particulier la vigueur des investissements des entreprises en machinerie et en équipement, lesquels sont constitués en grande partie d'importations. Cela dit, l'évolution du solde de nos paiements courants au fil des ans sera déterminée essentiellement non par l'orientation effective de la politique monétaire, mais bien par la capacité du Canada de se constituer une épargne privée et publique à la mesure de ses projets d'investissement. La politique monétaire n'est pas un moyen d'établir comment cette épargne pourra être constituée; elle permet d'agir sur la composante du revenu nominal due à l'inflation plutôt que sur la part de ce revenu qui sera transformée en épargne.

On peut établir un parallèle avec ce qui se passe sur la scène internationale. L'objectif immédiat des mesures de coopération et de coordination économiques prises par les grands pays industrialisés, dont le Canada, est de réduire les déséquilibres actuels des échanges et des paiements internationaux. Pour atténuer les déséquilibres entre la dépense et l'épargne, qui sont à l'origine des déséquilibres internationaux, on a compté à juste titre sur des mesures budgétaires et des mesures d'ajustement structurel plutôt que sur des politiques monétaires. Ce n'est pas en stimulant davantage la demande par le recours à des politiques monétaires expansionnistes que l'on parviendra à corriger les déséquilibres qui existent sur le plan international.

Avant de conclure cette partie de mes observations, ai-je vraiment besoin de souligner que les liens étroits qui unissent notre économie et l'économie mondiale par le truchement des échanges commerciaux et des flux de capitaux viennent compliquer grandement la conduite de la politique financière au Canada. Le taux de change est de toute évidence un prix qui revêt une très grande importance pour les Canadiens. Dans la conduite de nos affaires économiques, nous ne pouvons pas ne pas tenir compte des répercussions qu'ont les fluctuations du cours de notre monnaie sur la demande, l'inflation et les encouragements à l'exportation.

La tournure des événements au début de

1990 illustre bien l'importance du taux de change. Devant les signes d'un ralentissement des pressions de la demande et la perspective d'une accentuation de ce ralentissement durant les mois à venir, la Banque du Canada a entrepris à la mi-janvier de favoriser une très légère détente des conditions monétaires. Toutefois, la plongée du dollar canadien par suite du faible repli des taux d'intérêt à court terme a donné lieu à un assouplissement plutôt marqué de l'ensemble des conditions monétaires, c'est-à-dire de l'effet conjugué sur la demande d'une variation des taux d'intérêt à court terme et d'un mouvement du taux de change. Dans la mesure où il contribue directement à faire monter les prix que paient les Canadiens, le recul de notre dollar a constitué également une menace plus directe d'aggravation du climat inflationniste. Compte tenu du degré d'assouplissement des conditions monétaires qu'a entraîné cet accès de faiblesse du dollar, la Banque a dû intervenir pour en contrebalancer l'effet et pour éviter que le mouvement de baisse ne commence à faire boule de neige. En effet, il était à craindre que ce mouvement, une fois amplifié, ne vienne compromettre nos progrès dans la lutte contre l'inflation, qui est le fondement de notre politique monétaire.

Sous l'impulsion des mesures prises par la Banque du Canada sur les marchés monétaires, les taux d'intérêt à court terme se sont réinscrits en hausse et étaient plus élevés à la fin de février 1990 qu'à la fin de 1989. Néanmoins, il semble que les effets compensatoires de la hausse des taux d'intérêt et de la dépréciation du dollar canadien se soient soldés en définitive par un modeste assouplissement des conditions monétaires au Canada.

Je tiens à esquisser l'approche globale que la Banque a suivie au cours de cette période. Lorsqu'elle cherche à établir quelles sont les conditions monétaires et les mesures appropriées, la Banque tient pleinement compte des effets des variations du taux de change sur le rythme de la dépense et sur le taux d'inflation au Canada. Mais cela ne signifie aucunement qu'elle vise un cours ou une fourchette donnés pour le dollar. Pour reprendre une idée que j'ai déjà énoncée dans ces observations, je dirai que l'objectif de la politique monétaire étant la stabilité des coûts et des prix au pays, il n'est ni possible ni souhaitable qu'elle recherche en même temps un taux de change particulier pour notre dollar. Il n'en reste pas moins qu'une politique monétaire axée sur la stabilité intérieure du dollar canadien est celle qui, à la longue, contribuera le mieux à la stabilité de notre monnaie sur les places financières internationales.

* * * * *

Au début de mes observations, j'ai souligné que le rôle de la politique monétaire est de garantir la fiabilité de l'unité monétaire. Je voudrais conclure en précisant ma pensée à ce sujet.

En 1989, en raison de la vivacité des forces inflationnistes au Canada, les mesures adoptées par la Banque n'ont pas réussi à freiner l'inflation. Bien qu'on ait observé ces derniers temps des signes d'un relâchement des pressions sur les coûts et les prix, celui-ci a été plutôt modeste. Dans ses interventions sur les marchés monétaires, la Banque du Canada continuera évidemment de prêter une attention toute particulière à l'évolution de ces pressions.

À cet égard, il y a lieu de signaler que l'opinion selon laquelle une politique monétaire anti-inflationniste est forcément une politique de taux d'intérêt élevés repose sur une erreur de perspective.

De toute évidence, résister aux forces inflationnistes en refusant de faire marcher la planche à billets et de composer ainsi avec elles aura pour effet, toutes choses égales par ailleurs, d'exercer pendant un certain temps des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme. C'est de cette façon que fonctionne la politique monétaire. Il reste que les pressions à la hausse réelles et durables qui s'exercent sur les taux d'intérêt ne sont pas le fruit de politiques anti-inflationnistes, mais bien de politiques qui encouragent l'inflation ou composent avec elle. Dans une conjoncture inflationniste, les pressions sur les taux sont généralisées, c'est-à-dire qu'elles ne touchent pas seulement les taux à court terme, mais aussi les taux à moyen et à long terme. Une politique monétaire inflationniste ne peut contribuer à faire baisser les taux d'intérêt que temporairement parce qu'une inflation soutenue, ou même la seule crainte d'une inflation soutenue, se répercute inévitablement

sur les comportements des prêteurs et des emprunteurs. Les prêteurs exigent des taux d'intérêt plus élevés en guise de compensation pour l'érosion attendue de la valeur des fonds qu'ils avancent, et les emprunteurs, parce qu'ils entrevoient la même progression des prix, sont disposés à payer plus d'intérêts sans pour autant réduire leur demande de fonds. Les exemples de ce genre de réaction abondent dans l'histoire récente du Canada et d'autres pays.

Par la confiance qu'elle engendre dans la stabilité de la monnaie, une politique monétaire anti-inflationniste est un investissement vital pour le maintien de taux d'intérêt bas. La politique monétaire suivie par la Banque du Canada vise justement à promouvoir cette confiance.

L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La demande, l'activité économique et l'inflation

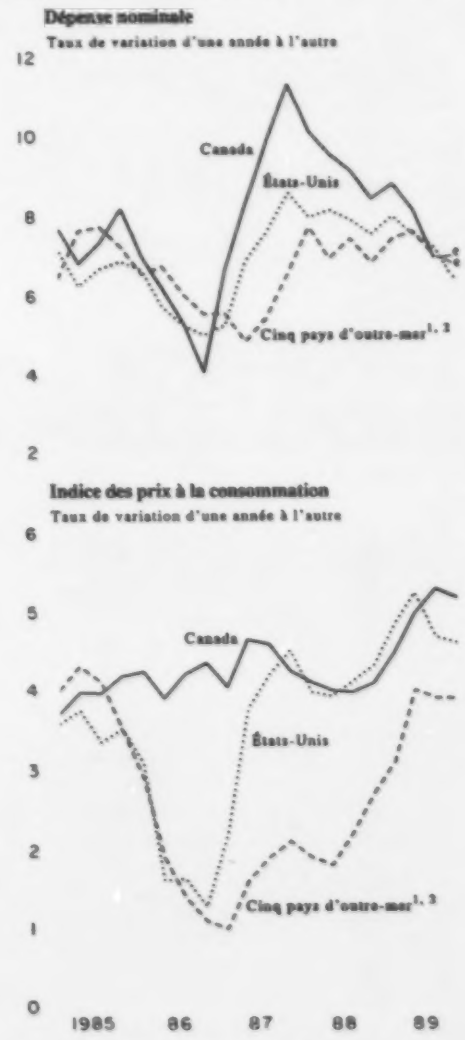
À la fin de 1988, l'expansion de l'économie canadienne avait atteint le point où l'offre disponible suffisait à peine à satisfaire la demande globale et où les pressions inflationnistes s'intensifiaient. Si, en 1989, la progression de la dépense globale a ralenti, l'expansion cumulative de la demande au cours des dernières années n'en a pas moins maintenu l'activité économique à un niveau élevé, ce qui explique l'intensification des pressions inflationnistes. De fait, la hausse des prix à la consommation en 1989 a été plus importante que celle enregistrée au cours de chacune des cinq années précédentes, dépassant ainsi le taux d'inflation aux États-Unis et dans les cinq principaux pays d'outre-mer pris dans leur ensemble. Au Canada, il y a eu clairement convergence des taux d'inflation entre les diverses régions.

La demande et l'activité économique

Selon les estimations, la dépense globale en termes nominaux s'est accrue d'environ 7 % en 1989, en baisse par rapport au taux de 8½ % enregistré en 1988. Cette décélération reflète une expansion plus modérée du volume de la demande globale, qui a été d'à peu près 2¼ %, contre 4 % l'année précédente. Bien que le ralentissement du rythme d'expansion ait entraîné une légère diminution du taux d'utilisation des ressources, tant le marché du travail que celui des biens et services sont restés serrés en 1989.

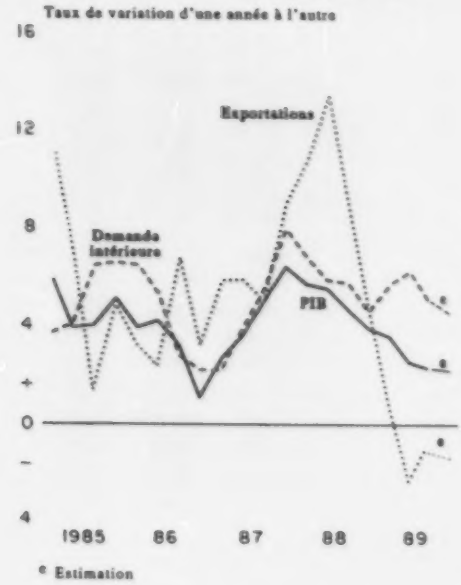
Par rapport à l'année précédente, l'expansion de la dépense en biens et services produits au Canada en 1989 a été imputable dans une plus large mesure à la demande intérieure et dans une moindre mesure aux exportations. La croissance en volume de la demande intérieure totale a été de plus de 4½ %, malgré l'influence modératrice de la hausse des taux d'intérêt, tandis que celle des exportations s'est beaucoup ressentie du ralentissement de la demande globale

Comparaisons internationales



1. Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni et Italie
2. Chiffres pondérés par le PIB ou le PNB de 1987
• Estimation

Croissance du volume du produit intérieur brut, de la demande intérieure et des exportations

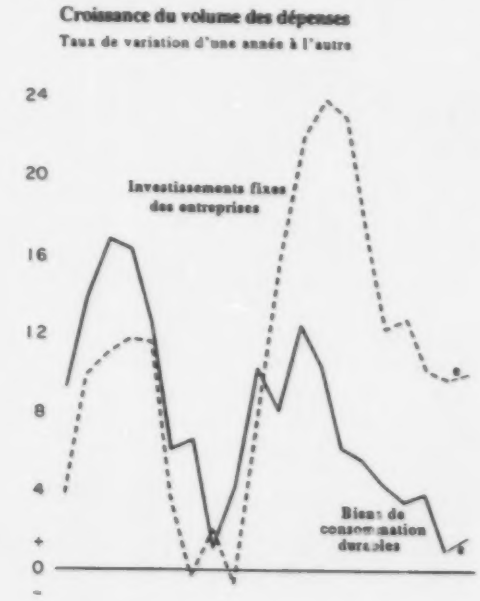


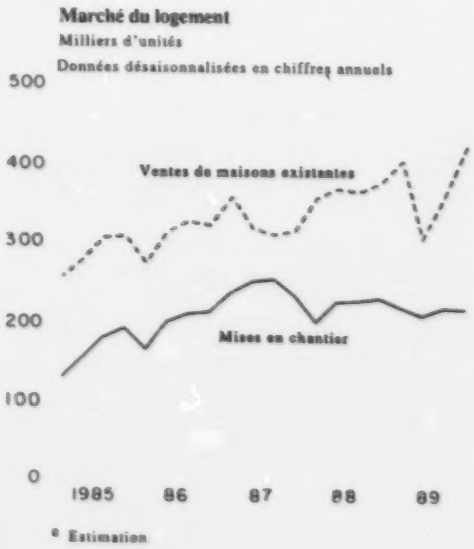
chez nos principaux partenaires commerciaux et d'un affaiblissement de notre position concurrentielle. De fait, le volume des exportations a diminué pendant l'année.

La demande intérieure a été fortement stimulée par les investissements des entreprises. Celles-ci ont continué de réagir aux taux élevés d'utilisation des capacités, à la chute des prix des biens d'équipement et aux pressions de la concurrence sur les marchés internationaux, en accroissant fortement leurs dépenses en machinerie et équipement ainsi que leurs dépenses dans la construction. Les investissements dans la construction de logements et les ventes de maisons existantes ont ralenti au milieu de l'année pour ensuite se redresser fortement au second semestre, sous l'effet d'une relance vigoureuse des marchés du logement en Colombie-Britannique et en Alberta. Malgré un recul d'un peu plus de 3 % par rapport au total de 1988, le nombre de mises en chantier sur l'ensemble de l'année s'est établi à 215 000 unités en 1989, soit un niveau encore élevé et bien supérieur aux prévisions du marché.

La baisse de la demande d'automobiles sur les marchés nord-américains a été une cause très importante du ralentissement de la croissance de la dépense totale. Grâce à des programmes dynamiques d'incitation à l'achat, les producteurs ont réussi à maintenir un certain niveau de ventes en 1989 malgré la hausse des taux d'intérêt. Mais sur l'ensemble de l'année, celles-ci ont fortement décru en Amérique du

Quelques indicateurs de la demande des ménages et des entreprises





Nord. Au Canada, les exportations de véhicules automobiles et de pièces détachées se sont inscrites en baisse durant toute l'année, diminuant de près de 6 % en volume durant la période de douze mois qui s'est terminée en décembre. Le fléchissement de la demande intérieure d'automobiles a été la cause première du ralentissement des dépenses en biens de consommation durables en 1989, mais toutes les principales composantes de la demande de biens de consommation ont aussi progressé moins rapidement pendant cette période. En effet, les ménages ont eu tendance à dépenser avec plus de modération, ce qui a fait passer le taux d'épargne d'un peu moins de 9¼ % en 1988 à 10 % environ en 1989.

Les entreprises ont continué de gérer leurs stocks avec prudence. Conscients des risques que comporte un ralentissement de la demande, la plupart des secteurs ont maintenu leurs stocks à de bas niveaux et ont réagi rapidement au moindre signe de diminution des ventes. Ainsi, le ratio Stocks/Ventes est resté faible pendant toute l'année 1989, et les signes de l'accroissement des stocks, phénomène qui précède et accentue habituellement les baisses de production, ont été peu nombreux.

La forte demande intérieure et la baisse des prix relatifs des produits importés, attribuable en grande partie à l'appréciation du dollar canadien au cours des dernières années, ont favorisé la poursuite de la croissance des importations. La vigueur des investissements en équipement, dont le contenu en biens importés est relativement élevé, a certes été un facteur important de cette croissance, mais les importations de biens de consommation autres que les automobiles ont aussi joué un grand rôle. L'effet conjugué de la baisse des exportations et d'une nouvelle hausse des importations a entraîné une diminution de l'excédent de la balance commerciale en volume. Les termes de l'échange (le rapport des prix à l'exportation aux prix à l'importation), qui avaient atteint un très haut niveau au premier trimestre, ont légèrement baissé durant le reste de l'année. Sur l'ensemble de 1989, ils ont été bien au-dessus du niveau moyen affiché en 1988, poursuivant ainsi la forte remontée amorcée en 1986. Cette amélioration n'a toutefois pas suffi à prévenir une dégradation de la balance commerciale en dollars courants. Le déficit de la balance courante s'est également creusé, reflétant en partie le rétrécissement de l'excédent commercial. L'aggravation de ce déficit résultait aussi de la hausse des paiements d'intérêts nets aux non-résidents, hausse qui n'a été que partiellement compensée par une nouvelle augmentation des transferts nets de fonds au Canada par les immigrants.

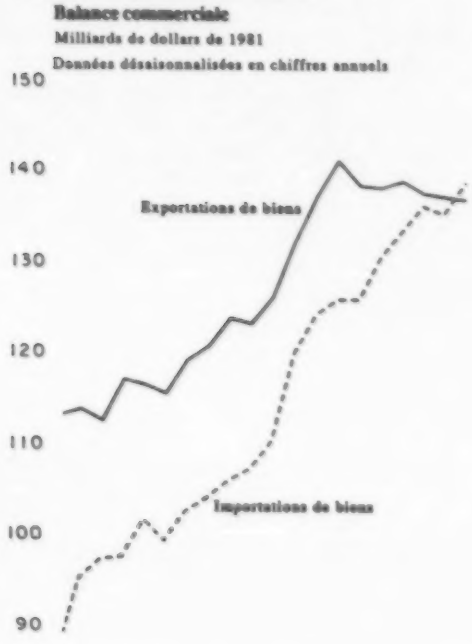
Les marchés du travail sont restés tendus en 1989 et, dans de nombreuses branches d'activité, le recrutement de main-d'œuvre qualifiée a été difficile. La conjoncture économique a continué de favoriser la croissance de l'emploi, qui s'est chiffrée à 1½ % sur la période de douze mois s'étant terminée en décembre. Toutefois, une immigration plus forte et une nouvelle hausse du taux d'activité, surtout parmi les femmes, ont contribué à un accroissement un peu plus rapide de la main-d'œuvre. Le taux de chômage est tombé à 7,3 % (en chiffres désaisonnalisés) en juin, mais il s'est par la suite relevé et se situait à 7,7 % en décembre, c'est-à-dire juste au-dessus de son niveau de fin 1988. En janvier 1990, malgré une forte progression de l'emploi, le taux de chômage a continué son ascension, s'établissant à 7,8 %. À l'échelle régionale, signalons que le rythme de croissance

Termes de l'échange du Canada

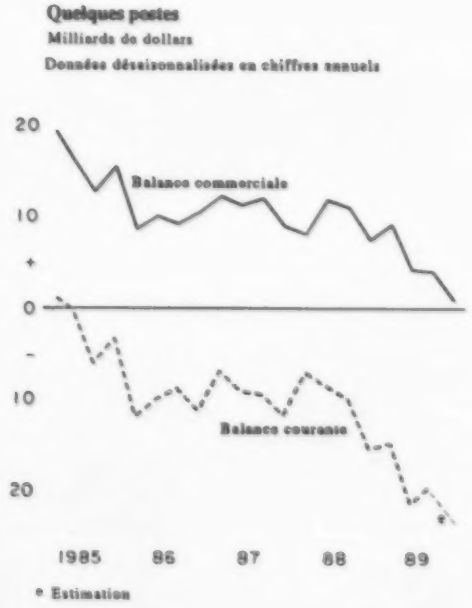
Ratio Prix à l'exportation/Prix à l'importation[1]
1er tr. 1985 = 100

1. Sur la base de chiffres désaisonnalisés

Balance des paiements courants



Quelques postes

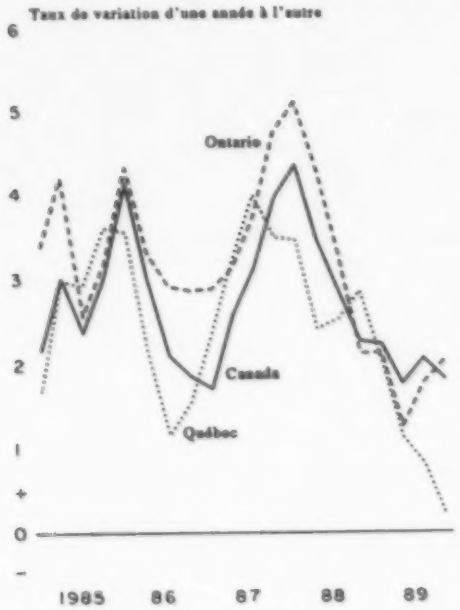


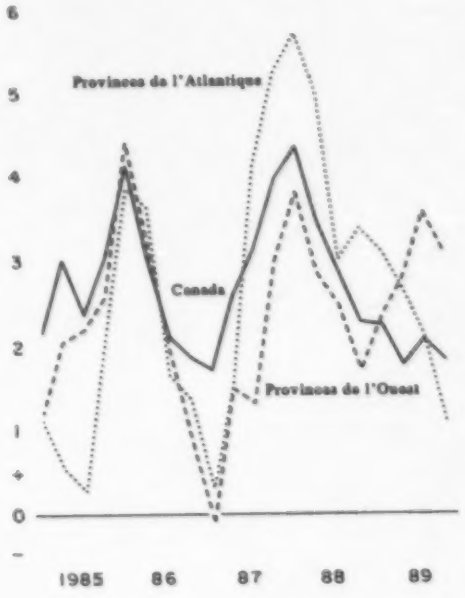
de l'emploi dans les provinces de l'Ouest dépassait de loin la moyenne nationale, alors que, au Québec et, vers la fin de l'année, dans les provinces de l'Atlantique, ce rythme était inférieur à la moyenne.

L'activité économique a progressé à une cadence très variée selon les régions au cours des dernières années. Une cause importante des disparités régionales réside dans les fluctuations marquées qu'ont connues les termes de l'échange du Canada par suite de l'évolution des prix des produits de base. Comme il est indiqué plus haut, les termes de l'échange se sont maintenus à un niveau élevé pendant toute l'année 1989. De fait, bien qu'ils aient légèrement faibli au cours de l'année, les prix des produits de base sont demeurés relativement élevés par rapport à leur niveau d'il y a deux ans, ce qui a permis aux régions tributaires de l'exploitation des ressources naturelles d'augmenter considérablement leurs revenus. Cependant, l'appréciation du dollar canadien qui a fait suite à l'amélioration des termes de l'échange a fortement contribué à répartir, par le truchement d'une baisse des prix à l'importation, les gains économiques ainsi réalisés entre les consommateurs et les producteurs de l'ensemble du pays, et à répartir entre tous les secteurs et marchés les pressions que la demande exerce sur les ressources.

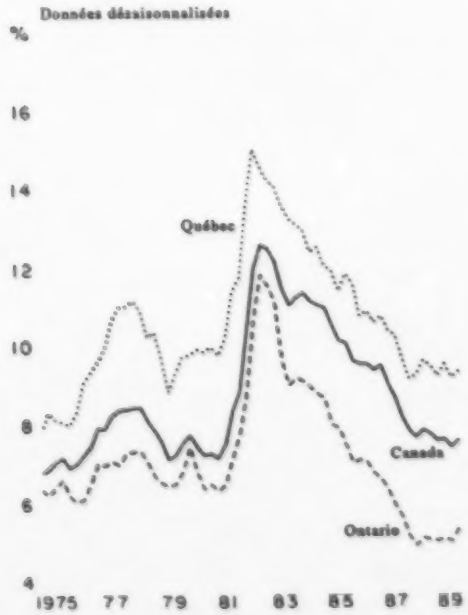
L'économie de la Colombie-Britannique a affiché une croissance vigoureuse en 1989 à la faveur d'une hausse de l'activité dans les industries d'exploitation des ressources naturelles en général et d'une forte entrée de travailleurs provenant de l'étranger et d'autres provinces. À la fin de l'année, le niveau de l'emploi dans cette province dépassait de presque 6 % le chiffre de fin 1988, et le chômage avait baissé de près de 2 points de pourcentage malgré l'augmentation sensible de la population active. Pour sa part, l'économie de l'Alberta a été soutenue par la vigueur des investissements dans les industries de fabrication de produits finis dérivés de ressources naturelles et dans la construction de pipelines. Dans les deux provinces, le marché du logement a connu une vive reprise de ses activités. Les provinces des Prairies se sont remises de la sécheresse de 1988; en Saskatchewan comme au Manitoba, la production a progressé à un rythme nettement supérieur à la moyenne nationale. Néanmoins, la situation économique

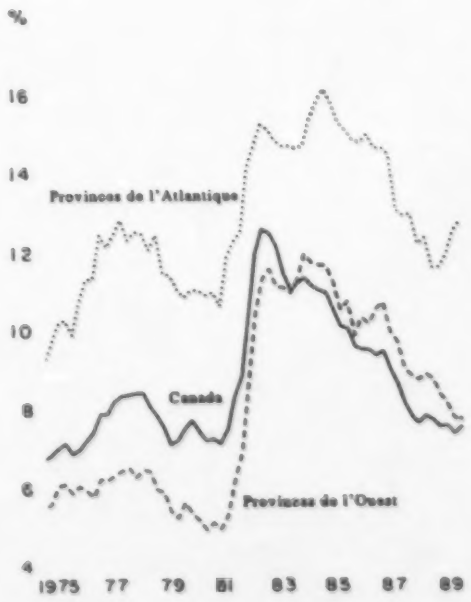
Croissance de l'emploi





Taux de chômage





Taux d'utilisation des capacités

de ces deux provinces ne s'est pas entièrement redressée, comme en témoignent la faible croissance de l'emploi et l'atonie de la demande de biens de consommation. L'économie ontarienne est demeurée vigoureuse tout au long de 1989, mais des signes d'essoufflement sont apparus clairement, en particulier parmi les fabricants d'automobiles et leurs fournisseurs. En dépit de la forte augmentation des investissements dans le secteur des pâtes et papiers et de la première transformation des métaux, l'économie du Québec a progressé moins rapidement à la suite d'une diminution des dépenses de consommation et de la construction de logements. Dans les provinces de l'Atlantique, les difficultés éprouvées par les industries de la pêche et de transformation du poisson ont contribué à une baisse de l'activité; les résultats économiques ont toutefois varié d'une province à l'autre, puisque le Nouveau-Brunswick notamment a connu une assez bonne année, grâce aux importants investissements effectués dans le secteur des ressources naturelles.

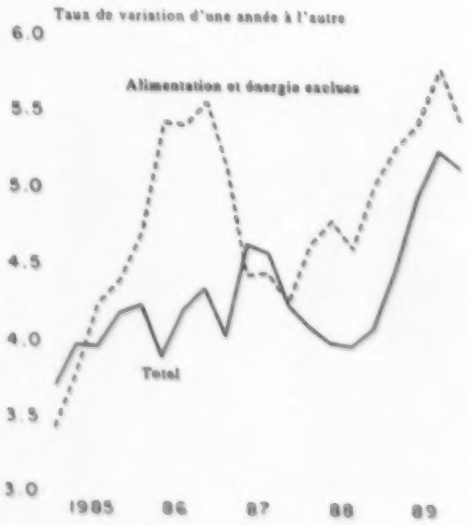
La croissance de la production s'est ralentie dans presque tous les secteurs, mais le ralentissement a été particulièrement manifeste dans les industries exportatrices de produits dérivés de ressources naturelles, les compagnies d'électricité et les industries touchées par le fléchissement de la demande de biens de consommation. Par contre, le secteur de la construction, soutenu tant par le logement que par les investissements des entreprises, a poursuivi son expansion rapide, et la production agricole s'est relevée des effets de la sécheresse de 1988. Dans l'ensemble, les capacités de production ont fait l'objet d'un peu moins de pressions. Néanmoins, le taux d'utilisation des capacités dans les industries productrices de biens non agricoles, prises globalement, et dans le secteur manufacturier a été durant toute l'année supérieur à sa moyenne de longue période.

L'inflation et les coûts

Alimentée par l'intensité des pressions de la demande, l'inflation s'est aggravée au Canada en 1989. En décembre, l'indice des prix à la consommation (IPC) pour l'ensemble du pays dépassait de plus de 5 % le niveau atteint un an auparavant, alors que son rythme d'accroissement annuel avait été d'environ 4 % durant chacune des cinq années précédentes. Exclusion faite des composantes volatiles que sont l'alimentation et l'énergie, l'IPC a crû d'un peu moins de 5½ %, ce qui représente une accélération par rapport au taux de 1988. En janvier 1990, le taux d'augmentation d'une année à l'autre de l'indice global est passé à 5½ %.

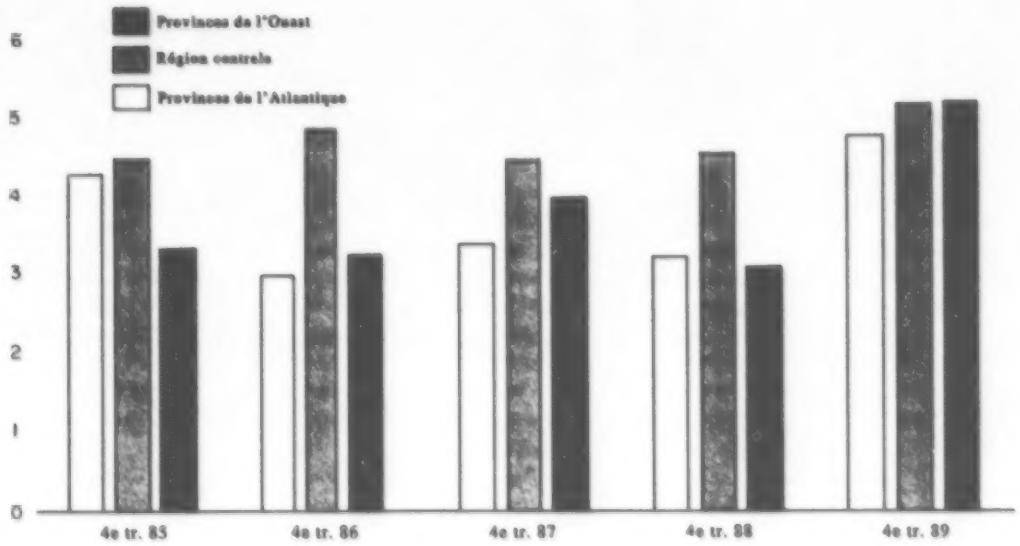
Il ressort de l'examen des prix à la consommation dans les différentes provinces que

Indice des prix à la consommation



Indice des prix à la consommation, par région

Taux de variation d'une année à l'autre

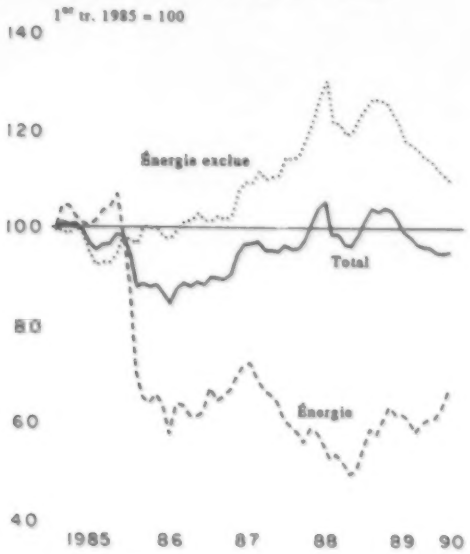


les écarts de taux d'inflation entre ces dernières se sont sensiblement amoindris au cours de 1989. L'Ontario a une fois de plus engendré davantage d'inflation que la majorité des autres provinces, mais les hausses de prix ont été particulièrement fortes dans les provinces de l'Ouest, et, à la fin de l'année, ces dernières affichaient un taux d'inflation moyen légèrement supérieur à celui de la région centrale. De fait, pour la période de douze mois s'étant terminée en décembre 1989, le taux d'augmentation des prix enregistré par l'Alberta a été le plus élevé au pays, soit plus de 6 %, et celui de la Colombie-Britannique a presque atteint le même niveau qu'en Ontario, c'est-à-dire 5½ % environ. Ces hausses de prix sont en partie liées à la montée des coûts du logement, qui tient à un renchérissement appréciable des maisons en Colombie-Britannique et en Alberta. Le taux d'inflation s'est aussi accéléré de façon marquée dans les provinces de l'Atlantique, mais il est resté légèrement au-dessous de la moyenne nationale. C'est au Québec que le taux d'augmentation annuel des prix à la consommation, à un peu moins de 4 % en fin d'année, a été le plus faible.

Les majorations des impôts indirects appliquées par les administrations fédérale et provinciales ont cette année encore contribué à la hausse des prix à la consommation, mais leur incidence n'a pas été plus forte en 1989 que l'année précédente. L'accélération de la hausse des prix à la consommation ne peut donc leur être attribuée; elle est plutôt due à la vigueur des pressions inflationnistes sous-jacentes d'origine interne.

Cette vigueur est attestée par le fait que les pressions inflationnistes se sont intensifiées en 1989 en dépit de plusieurs influences modératrices sur les prix des produits faisant l'objet d'échanges internationaux. Par exemple, l'appréciation du dollar canadien a eu pour effet de contenir dans une large mesure le niveau des prix des biens et des services importés et des

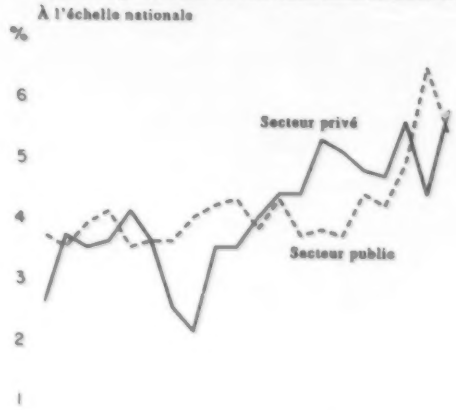
Indice des cours des produits de base en dollars canadiens - Banque du Canada



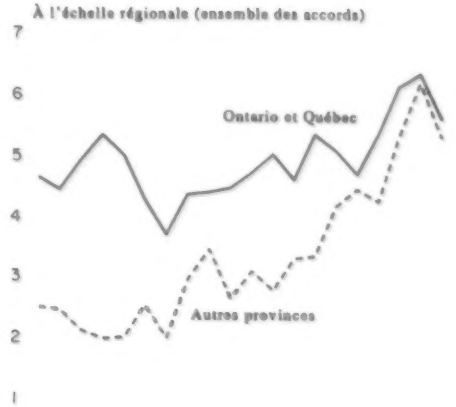
Indicateurs de l'évolution des coûts à la production

Augmentation annuelle effective des taux salariaux de base stipulée dans les nouveaux accords salariaux

À l'échelle nationale



À l'échelle régionale (ensemble des accords)



Coûts de main-d'œuvre par unité produite

Taux de variation d'une an à l'autre

p Estimation

produits canadiens qui leur font concurrence. En outre, les prix en dollars américains d'un grand nombre des ressources naturelles que le Canada exporte ont diminué tout au long de 1989, sous l'effet conjugué du ralentissement de la croissance de la demande mondiale et de l'accroissement de l'offre de produits de base imputable à la mise en place de nouvelles capacités de production dans le monde. De même, les prix des ordinateurs et de l'équipement connexe ont de nouveau baissé en 1989 dans l'ensemble des pays.

L'incidence qu'ont eue sur le niveau général des prix l'appréciation du dollar canadien et la diminution des prix des exportations, conjuguée à une intensification des pressions de la concurrence sur les marchés des biens et services, a entraîné un amenuisement des marges bénéficiaires et empêché que les producteurs ne répercutent à volonté les hausses de coûts.

Néanmoins, en présence des tensions qui persistaient sur les marchés du travail, les coûts salariaux ont augmenté rapidement. La moyenne des augmentations des taux salariaux de base négociées en 1989 a été de plus de 5¼ %, alors

qu'elle n'avait pas atteint 4½ % en 1988. Les hausses salariales négociées dans le secteur public ont été particulièrement fortes en 1989 et ont rattrapé celles qui ont été consenties dans le secteur privé sur l'ensemble de l'année. En général, les taux d'accroissement stipulés dans les conventions collectives ont continué de s'accélérer dans la région centrale du pays; la moyenne des augmentations accordées en Ontario et au Québec s'élevait à quelque 5¾ % en 1989, contre un peu moins de 5 % en 1988. Les hausses obtenues dans les autres provinces, la Colombie-Britannique en tête, se sont accélérées en moyenne au second semestre de 1989, pour presque égaler celles qui ont été négociées en Ontario et au Québec. La rémunération totale par travailleur a progressé de plus de 7 %, et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont fortement augmenté, compte tenu de gains de productivité assez modestes.

L'évolution monétaire et financière

La progression des agrégats financiers est demeurée très vigoureuse en 1989. De leur côté, les taux d'intérêt à court terme ont continué de grimper au premier trimestre, puis sont demeurés stables pendant le restant de l'année, et le dollar canadien s'est de nouveau apprécié. Le resserrement des conditions monétaires qui s'est ainsi produit a amélioré les attentes des marchés au sujet de l'évolution de l'inflation et contribué au recul des taux d'intérêt à long terme.

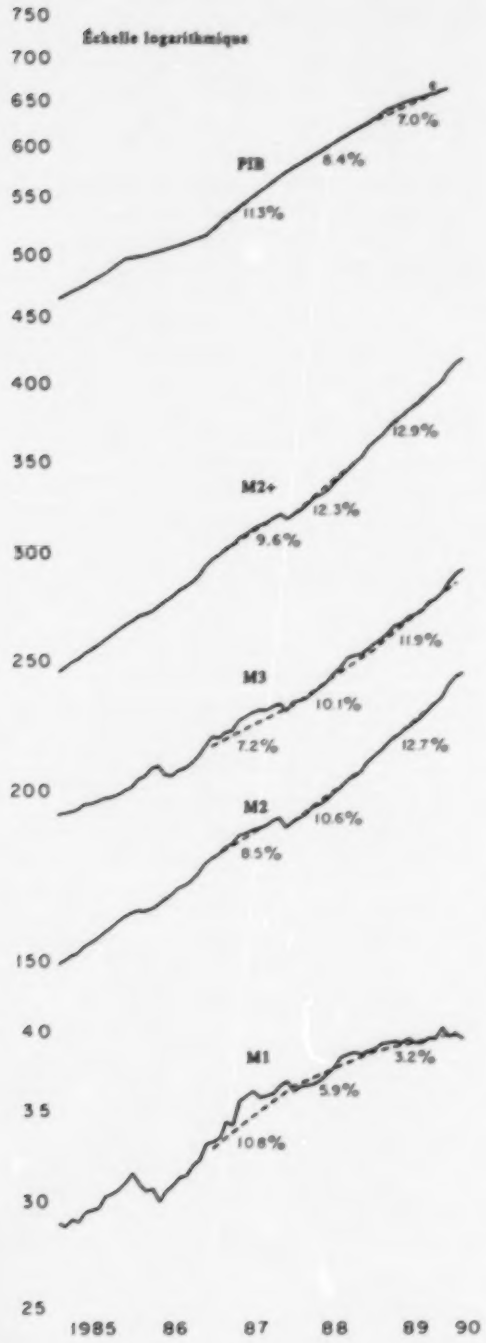
Les agrégats monétaires

M2 et M2+, les deux agrégats monétaires auxquels la Banque accorde le plus d'attention en raison de l'information qu'ils contiennent au sujet de la croissance de la dépense globale et de l'inflation, se sont accrus de 14 % du dernier trimestre de 1988 au dernier trimestre de 1989. Cela représente une accélération par rapport aux rythmes d'expansion respectifs de 10½ % et 12 % enregistrés l'année précédente. Le faible produit des ventes nettes d'obligations d'épargne du Canada a gonflé le taux de croissance de ces agrégats au mois de novembre, mais celui-ci s'était déjà accéléré pour atteindre un taux annuel avoisinant les 13 % sur les dix premiers mois de l'année. Le volume élevé des encaissements d'obligations d'épargne au premier semestre semble n'avoir exercé qu'une influence limitée sur la progression de M2 et M2+, car il a été accompagné par des achats importants de bons du Trésor par les particuliers.

Taux d'intérêt canadiens

Agrégats monétaires et produit intérieur brut (PIB)

Milliards de dollars, données désaisonnalisées



M2+ :
M2 plus dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et dépôts et parts sociales dans les *credit unions* et les caisses populaires

M3 :
M2 plus dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers et dépôts en monnaies étrangères comptabilisés au Canada au nom des résidents

M2 :
M1 plus dépôts d'épargne des particuliers et dépôts à préavis autres que ceux des particuliers

M1 :
Monnaie hors banques et dépôts à vue moins les effets du secteur privé en cours de compensation

Nota : Les taux de croissance expriment la variation des chiffres de décembre à octobre (en taux annuel) pour M2 et M2+ et du dernier trimestre de l'année précédente à celui de l'année courante pour M1, M3 et le PIB.

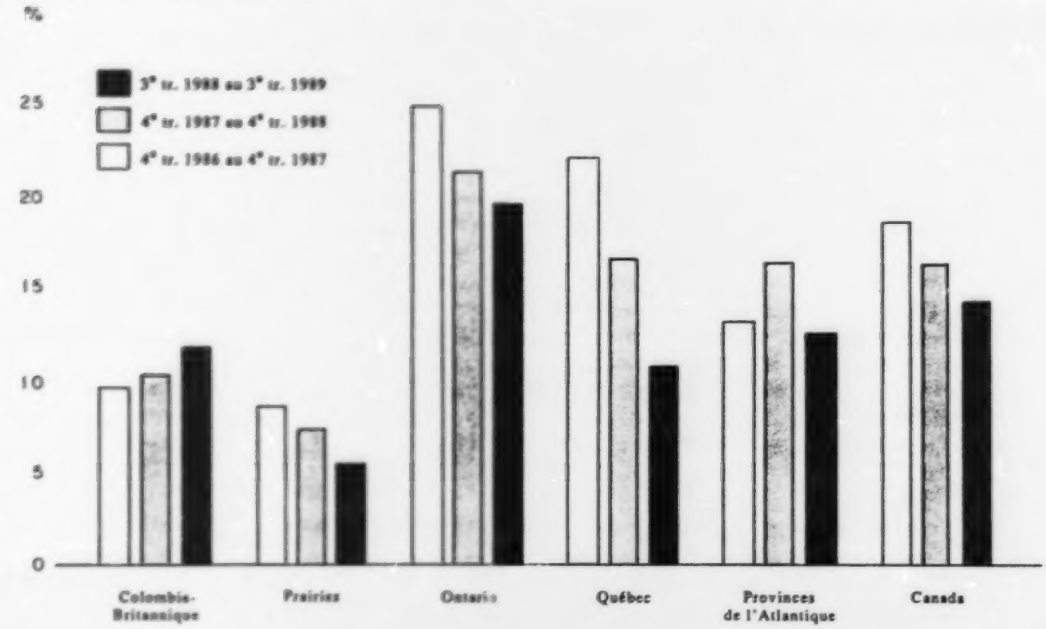
e Estimation pour le quatrième trimestre

L'accélération de la croissance de M2 reflète surtout le fait que l'érosion de la part du marché des dépôts détenue par les banques a pratiquement cessé en 1989. La progression de M2+, qui comprend aussi les dépôts auprès des sociétés de fiducie et des coopératives de crédit, n'a affiché qu'une légère accélération, passant d'un taux annuel de 12¼ % sur les dix premiers mois de 1988 à près de 13 % sur la période correspondante de 1989. Cela représente cependant une augmentation sensible par rapport au rythme de croissance d'environ 9½ % enregistré par cet agrégat au cours des dix premiers mois des deux années précédentes. L'utilisation de cette période comme base de comparaison permet de contourner l'influence que les achats d'obligations d'épargne du Canada ont eue sur ces agrégats. La croissance rapide de M2 et M2+ en 1988 et 1989 traduit l'accumulation de pressions inflationnistes à laquelle a donné lieu la croissance vigoureuse de la dépense globale depuis 1987. S'il se maintient, le ralentissement de la croissance de la dépense globale observé en 1989 devrait s'accompagner d'une modération de la progression de ces agrégats monétaires.

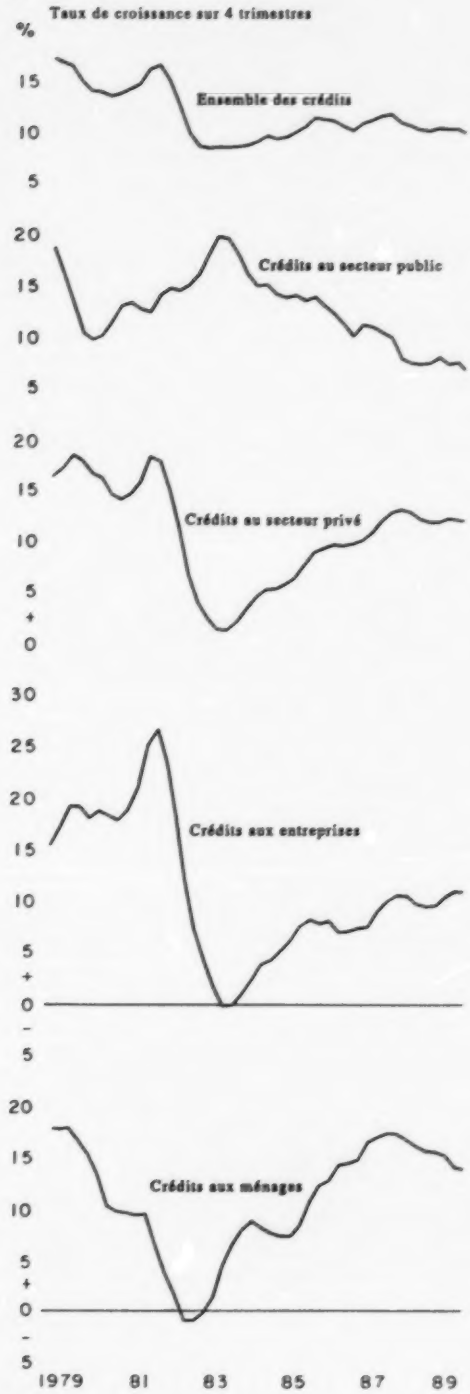
Étant donné la forte progression des dépôts inclus dans M2, principalement des dépôts d'épargne des particuliers, les banques ont réduit leur recours aux gros dépôts à terme inclus dans M3, mais exclus de M2. La progression de M3 a donc été moins rapide que celle de M2 et M2+, mais elle a, elle aussi, dépassé le rythme d'expansion de l'année dernière, ce qui reflète l'accélération de la croissance des prêts bancaires.

La hausse du loyer de l'argent à court terme – plus de 3½ points de pourcentage entre le premier trimestre de 1988 et le deuxième trimestre de 1989 – a eu pour effet d'augmenter le coût de détention des encaisses de transactions comprises dans M1 et a entraîné un fléchissement graduel de cet agrégat par rapport à la dépense globale. La baisse a été particulièrement prononcée du côté des comptes courants, dont la plupart ne sont pas rémunérés et où le manque à gagner est plus évident pour les détenteurs. Le taux de croissance de M1, qui avait été de 10¾ % entre le dernier trimestre de 1986 et celui de 1987, est tombé à 3¼ % pendant la période correspondante de 1988-1989.

Crédits aux ménages par région



Agrégats du crédit



Ensemble des crédits au secteur public[1] :
Prêts aux administrations fédérale, provinciales et municipales, plus obligations et bons émis par elles et obligations garanties émises par les entreprises provinciales et municipales

Ensemble des crédits au secteur privé :
Ensemble des crédits aux entreprises et aux ménages

Crédits aux entreprises[1] :
Prêts et baux financiers accordés aux entreprises non financières plus acceptations bancaires, papier commercial, obligations et actions émis par elles

Crédits aux ménages :
Crédit à la consommation et crédit hypothécaire à l'habitation

1. Ajustés pour retrancher l'effet des fluctuations du taux de change sur la dette libellée en devises.

Crédits aux ménages[1]
en pourcentage du revenu disponible

1. Ensemble des institutions de prêt
e Estimation

pendant l'année 1989, le ratio d'endettement des ménages a donc continué de monter rapidement. En partie, la tendance à la hausse de ce ratio résulte de facteurs démographiques, comme la modification de la structure d'âge de la population ou les migrations interprovinciales. Mais le facteur dominant de la hausse rapide de l'endettement ces dernières années a été l'interaction entre l'optimisme des ménages au sujet de leur capacité d'assumer une dette accrue et l'inflation de la valeur des avoirs des ménages, notamment celle des maisons.

Le ralentissement de la progression des crédits aux ménages a été observé dans toutes les régions sauf en Colombie-Britannique, où la forte augmentation de la demande de logements a entraîné une accélération de la croissance des emprunts. La décélération la plus forte a été observée au Québec, qui avait jusque-là affiché avec l'Ontario une croissance plus rapide que la moyenne nationale, tandis que la décélération la plus faible a été enregistrée en Alberta et en Ontario.

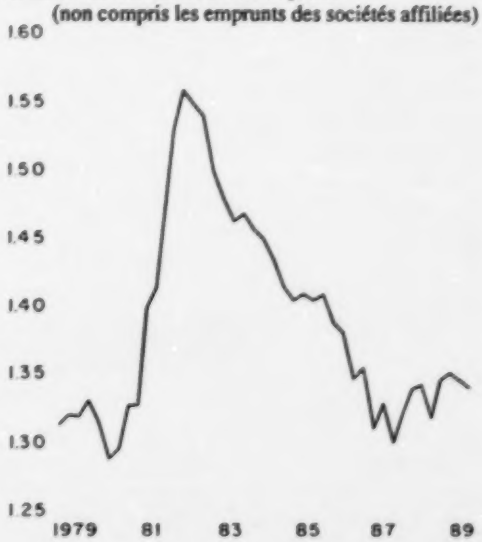
Étant donné la forte progression des dépenses d'investissement, le montant élevé des prises de contrôle de sociétés et la diminution

Les agrégats du crédit

La demande de crédit est demeurée forte, particulièrement dans le secteur privé, où la croissance de l'ensemble des crédits a atteint 12¼ % entre le dernier trimestre de 1988 et celui de 1989.

Après une accélération soutenue entre 1983 et 1987, la croissance de l'encours des crédits aux ménages a ralenti légèrement au cours des deux dernières années, mais, au rythme actuel de 14 %, elle reste remarquablement rapide. Alimentés par la forte demande qu'a connue le marché du logement et par l'augmentation des prix des maisons, les emprunts hypothécaires ont augmenté d'environ 15 % en 1989, soit un rythme presque aussi rapide que celui de l'année précédente. Les emprunts personnels, principalement affectés aux dépenses de consommation, ont affiché une progression de 11¼ % pendant l'année, contre près de 14½ % en 1988; ce ralentissement reflète principalement la baisse des ventes de voitures. En proportion du revenu disponible, qui a crû d'environ 8 %

Ratio d'endettement des entreprises
(non compris les emprunts des sociétés affiliées)



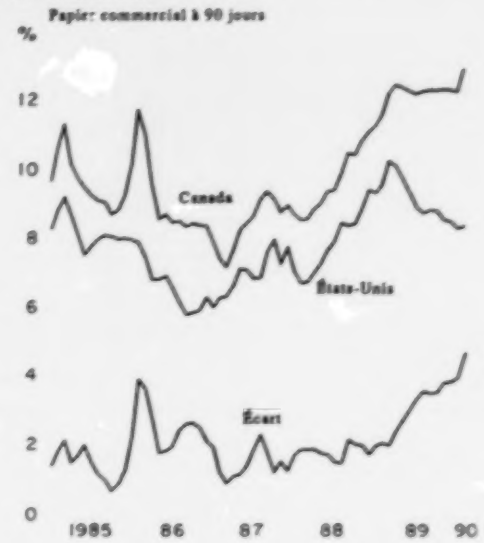
des bénéfices, les entreprises ont eu davantage recours aux marchés des capitaux. La croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises non financières a atteint 11 % du dernier trimestre de 1988 au dernier trimestre de 1989, soit le taux le plus élevé depuis le début de la relance économique en 1983. Sous l'impulsion de la forte hausse des cours boursiers et de la baisse des taux d'intérêt à long terme, les émissions d'actions et d'obligations ont rebondi en 1989. Dans plusieurs cas, le produit de ces émissions a servi à remplacer du papier à court terme. Le rapport entre la dette et l'avoir propre de l'ensemble des sociétés non financières a enregistré pour une deuxième année consécutive une légère augmentation imputable en grande partie au secteur manufacturier, mais il est encore plus bas qu'il n'a été pendant presque toute la dernière décennie.

Les besoins de financement du secteur public ont diminué en 1989, particulièrement ceux de l'administration fédérale, qui avaient été gonflés au cours des deux années précédentes par une importante accumulation de devises au Compte du fonds des changes. La progression de la demande de crédit des administrations publiques est ainsi tombée à 7 % en 1989, ce qui correspond à peu près au taux de croissance du PIB. La dette de l'ensemble des administrations provinciales et municipales a augmenté moins rapidement que le PIB pour une troisième année consécutive.

L'évolution des taux d'intérêt et du taux de change

L'augmentation du loyer de l'argent amorcée au printemps 1988 s'est poursuivie au début de 1989. Après une augmentation d'environ 2¼ points de pourcentage en 1988, les taux d'intérêt à court terme ont grimpé de 1¼ point au premier trimestre de 1989, puis sont restés stables pendant tout le reste de l'année. L'écart par rapport aux taux américains correspondants s'est élargi d'environ 2 points de pourcentage, par suite du recul enregistré aux États-Unis à partir du printemps. La Banque du Canada a dû par moments faire preuve d'une grande fermeté pour empêcher que les taux à court terme au Canada n'emboîtent le pas aux taux pratiqués aux États-Unis et maintenir ainsi, sur les conditions monétaires au Canada, une pression qui tienne adéquatement compte de la vigueur de la demande globale et de la demande de crédit.

Taux d'intérêt à court terme au Canada et aux États-Unis



L'élargissement des écarts de taux d'intérêt entre les deux pays a contribué à une nouvelle appréciation du dollar canadien en 1989, en dépit d'un repli des cours des matières premières. On se souviendra que le renchérissement des matières premières exportées par le Canada avait constitué un facteur important de la remontée du dollar canadien au cours des deux années précédentes. Le dollar a gagné 3 % en 1989 pour atteindre 0,8632 dollar É.-U. à la fin de l'année. Par rapport aux monnaies du Groupe des dix, le dollar canadien s'est apprécié d'un peu plus de 4 %.

La courbe des rendements a continué de s'infléchir au Canada en 1989 par suite d'un recul des taux à long terme. Après être restés remarquablement stables lors de la montée des taux à court terme en 1988 et au début de 1989, les taux de rendement des obligations à long terme ont fléchi d'environ ¾ de point de pourcentage au cours du deuxième trimestre, dans le

Taux de change et cours des matières premières

1. Moyenne pondérée des cours exprimés dans les monnaies du Groupe des sept

e Estimation

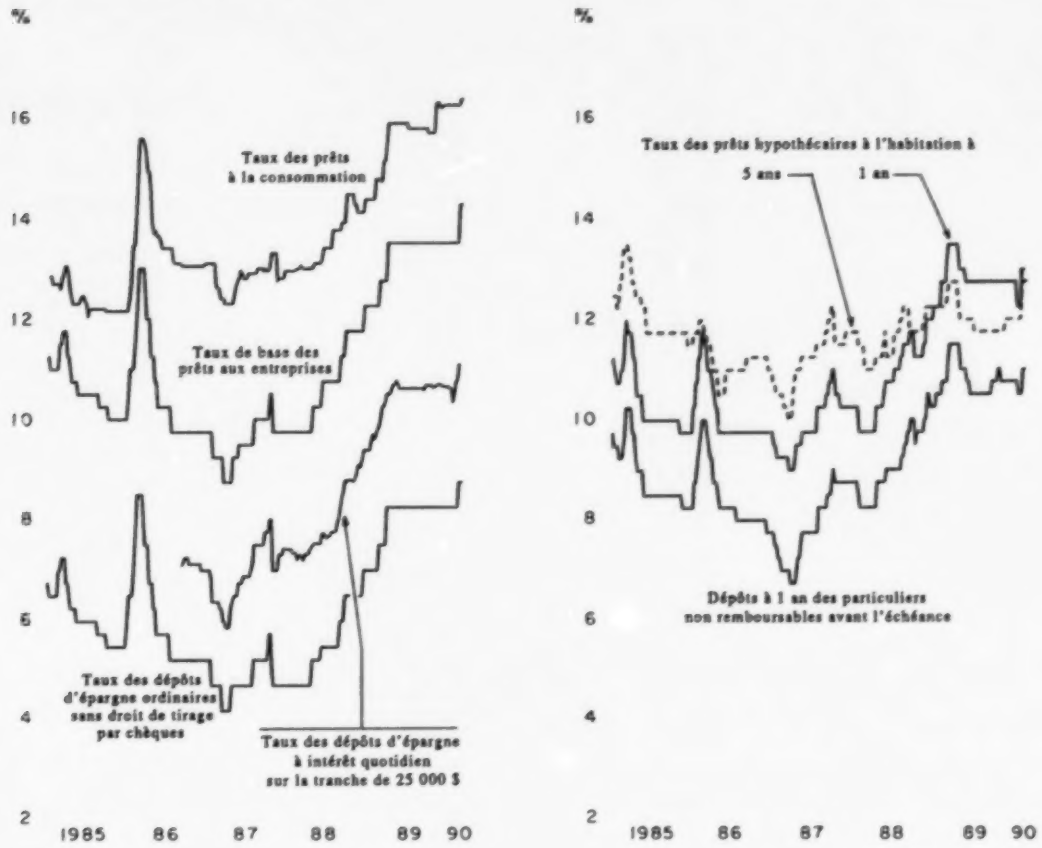
Devant les signes d'atténuation des pressions de la demande, la Banque du Canada a permis, au milieu de janvier 1990, une certaine réduction des taux d'intérêt à court terme afin d'assouplir légèrement les conditions monétaires. Au même moment, le dollar canadien a amorcé une chute d'une telle ampleur que la Banque du Canada a dû inverser le mouvement à la baisse des taux d'intérêt à court terme pour contenir le degré d'assouplissement des conditions monétaires. Au cours des deux premiers mois de l'année, le dollar canadien a reculé de plus de 3 % par rapport aux monnaies du Groupe des dix, et les taux d'intérêt à court terme ont grimpé de près de 1 point de pourcentage, ce qui a porté à quelque 5 points l'écart entre les taux canadiens et américains du papier commercial; ce renchérissement de l'argent a fait monter de 3/4 de point le taux de base des prêts bancaires. Le taux de rendement des obligations à long terme a augmenté de près de 1 point de pourcentage pendant cette période devant le redressement généralisé des taux à long terme aux États-Unis, en Europe et au Japon.

sillage de la baisse des taux survenue aux États-Unis. L'écart par rapport aux taux américains correspondants s'est toutefois légèrement creusé à partir du mois de juin, par suite de l'élargissement de l'écart entre les taux à court terme. Cette évolution donne à penser que les marchés s'attendent à ce que les pressions inflationnistes s'atténuent plus lentement ici qu'aux États-Unis.

L'évolution des taux d'intérêt administrés a suivi celle des taux du marché pour des échéances comparables. Le taux de base des prêts bancaires a été relevé de 1¼ point de pourcentage au premier trimestre de 1989 en réaction à l'augmentation du loyer de l'argent à court terme. Reflétant l'inversion de la courbe des rendements, les taux des prêts hypothécaires à un an sont passés au-dessus des taux à cinq ans au premier trimestre, puis, ils sont tombés sous le taux de base des prêts bancaires lorsque les taux des obligations à long terme ont diminué.

Taux d'intérêt à long terme au Canada et aux États-Unis

Quelques taux d'intérêt des banques



Autres aspects de l'évolution financière

Les banques canadiennes ont augmenté de 3,3 milliards de dollars leurs provisions pour pertes sur prêts aux pays en voie de développement. Ce relèvement porte à 67 % en moyenne la proportion des provisions par rapport à l'ensemble des prêts à risques souverains et réduit à 22 % de leur avoir propre l'exposition nette des grandes banques canadiennes à ce risque. Celles-ci ont en outre réussi à devancer l'échéancier d'augmentation des fonds propres recommandé par le Comité de Bâle des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires. Dans chacune des six grandes banques canadiennes, le rapport entre le capital de base – essentiellement le capital social permanent et les bénéfices non répartis – et le montant des avoirs totaux pondérés selon le risque excède déjà le minimum de 4 % qu'il doit atteindre en 1992. Quant à l'ensemble des fonds propres, qui comprend aussi les actions privilégiées et les débentures subordonnées, il se situait à la fin de l'exercice financier des banques entre 7 et 8 % des avoirs pondérés en fonction des risques. Ce ratio doit atteindre 8 % en 1992.

Au cours des dernières années une attention grandissante a été portée, au Canada comme à l'étranger, à la détermination du risque inhérent aux divers systèmes de compensation et de règlement ainsi qu'à la répartition de ce risque entre les adhérents. Les problèmes qui se posent à cet égard sont communs à tous les mécanismes

de règlement, qu'il s'agisse du système de paiement ou du règlement des opérations sur devises et sur titres. Il est essentiel, pour le bon fonctionnement des marchés financiers et de l'économie en général, que les participants puissent compter sur un fonctionnement ininterrompu des mécanismes de compensation et de règlement, même dans les circonstances les plus défavorables. Aussi la Banque du Canada a-t-elle accordé son concours à un certain nombre d'initiatives dans ce domaine. En sa qualité de fournisseur des services de règlement et de prêteur en dernier ressort des institutions de dépôt, la Banque a tout intérêt à voir se développer des systèmes de compensation qui, d'une part, permettent de déterminer l'exposition des participants au risque que l'un d'entre eux ne puisse un jour honorer ses engagements et, d'autre part, encouragent la réduction des risques à la fois pour l'ensemble du système et pour chacun des participants.

La Banque du Canada participe activement, sous les auspices de la Banque des règlements internationaux, à l'étude des épineuses questions de droit et de gestion prudentielle que soulèvent les opérations de compensation bilatérale et multilatérale des transactions interbancaires, particulièrement les transactions de change. Elle a suivi de près l'élaboration de nouveaux mécanismes de détermination et de réduction des risques entreprise par la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs afin de se conformer aux normes de réglementation prudentielle. Le succès de cette entreprise constitue une condition préalable à l'immobilisation des obligations du gouvernement canadien auprès de cette société. La Banque suit aussi avec intérêt le projet de création d'un système plus large de compensation des titres de dette au sein de la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs, ainsi que l'étude en cours à l'Association canadienne des paiements au sujet de la mise sur pied d'un système de traitement électronique des opérations de transfert et de règlement des gros effets de paiement.

La Banque participe également aux délibérations du comité chargé d'étudier la mise en œuvre au Canada des recommandations pertinentes du rapport du Groupe des trente sur les systèmes de compensation et de règlement des opérations sur valeurs mobilières. Ce rapport, qui a été rédigé par un comité consultatif de financiers internationaux indépendants, présente des recommandations visant à réduire les risques et à accroître l'efficacité des systèmes de règlement.

L'évolution internationale

Après s'être fortement accéléré en 1987 et au premier semestre de 1988, le rythme de la croissance économique dans les grands pays industriels qui forment le Groupe des sept s'est ralenti tout le long de 1989. Le ralentissement ne s'est toutefois pas fait sentir avec la même intensité partout; c'est au Royaume-Uni et en Amérique du Nord qu'il a été le plus tangible. En général, la croissance de la production dans les autres pays du Groupe des sept s'est quelque peu modérée en 1989 par rapport à l'année précédente, mais elle est demeurée rapide, surtout au Japon et en Allemagne. Au Japon, l'expansion a été soutenue par la vigueur de la demande intérieure, alors qu'en Allemagne les exportations sont restées le principal moteur de l'économie, en partie à la faveur du dynamisme affiché par les investissements dans toute l'Europe à l'approche du marché unifié de 1992.

En dépit de signes avant-coureurs du tassement de la demande globale, la dépense continue d'être supérieure, dans plusieurs pays, à la capacité de production de l'économie. De fait, chacun des sept grands pays industriels a connu en 1989 une accélération de la hausse de ses prix à la consommation. Force est de constater que l'inflation s'est aggravée, même abstraction faite de l'incidence du raffermissement des cours mondiaux du pétrole et des relèvements des impôts indirects dans certains pays.

Si l'essor généralisé de la dépense observé en 1987 et en 1988 avait provoqué un peu partout des hausses des taux d'intérêt à court terme, les différences marquées enregistrées en 1989 dans les résultats économiques des pays industriels ont quant à elles engendré des conditions monétaires moins homogènes. Aux États-Unis, les taux d'intérêt à court terme ont atteint un sommet au printemps puis se sont mis à baisser graduellement, pendant que l'activité économique donnait des signes d'essoufflement.

Grands pays industriels[1] : production et prix à la consommation[2]

1. États-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni Italie et Canada

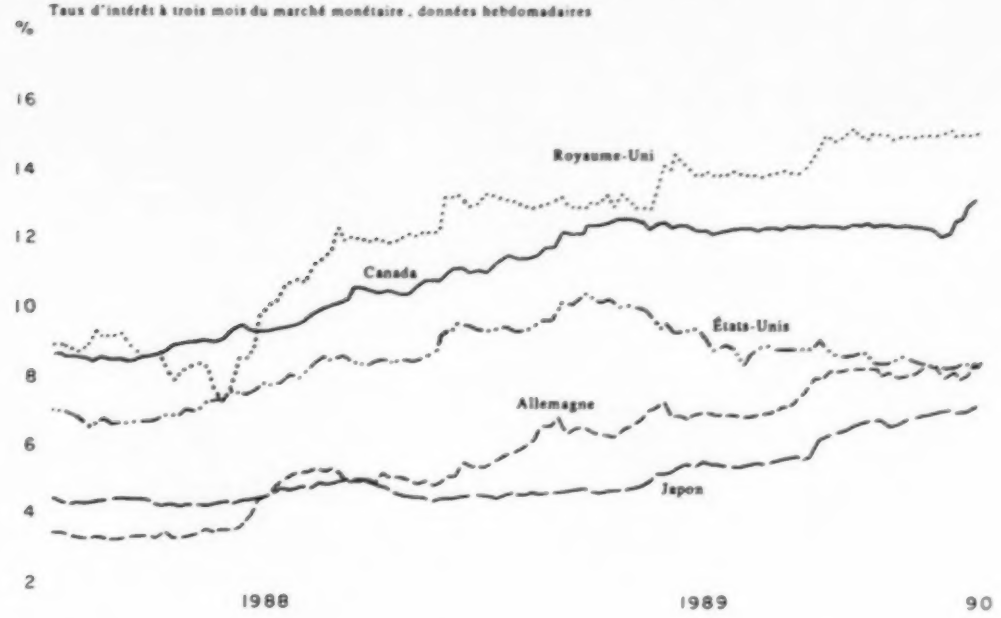
2. Pondérés par le PIB ou le PNB de 1987

e Estimation

Au Japon en revanche, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté durant la majeure partie de 1989, les pouvoirs publics réagissant aux signes d'une intensification des pressions inflationnistes et à la faiblesse continue du yen. L'Allemagne a aussi resserré progressivement sa politique monétaire, entraînant dans son sillage d'autres pays européens soucieux de préserver les parités monétaires au sein du Système monétaire européen. Le Royaume-Uni n'a pas été en reste, et les inquiétudes suscitées par la persistance des pressions inflationnistes et la faiblesse de la livre y ont provoqué une hausse des taux d'intérêt.

Taux d'intérêt à court terme pratiqués dans certains grands pays industriels

Taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire, données hebdomadaires



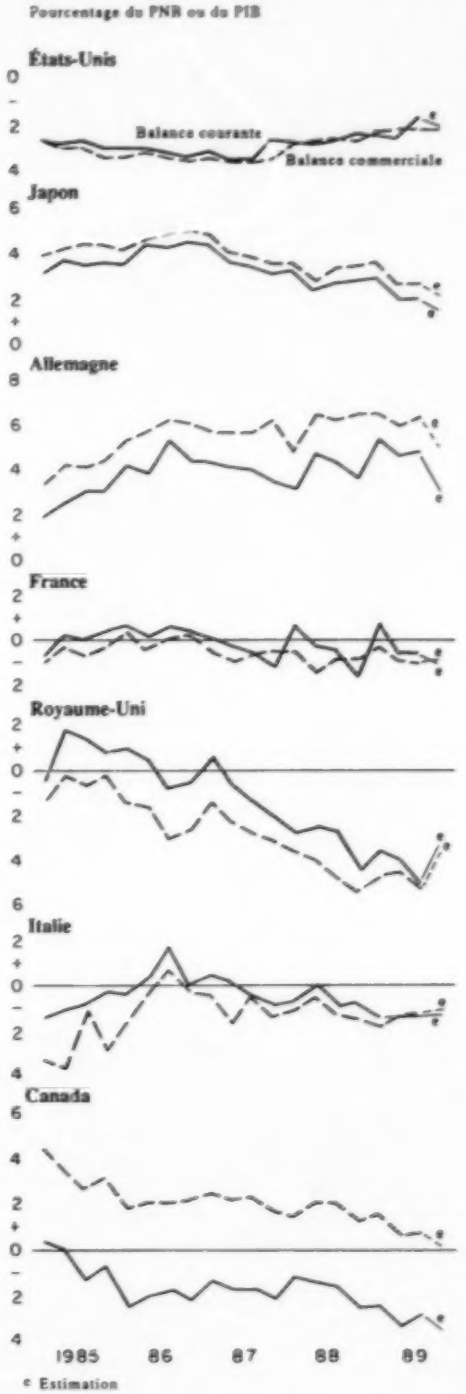
Quelques taux de change

Par rapport au dollar É.-U. (janvier 1988 = 100, données hebdomadaires)

Le profil d'évolution des taux de change qui s'est dessiné en 1989 a fait craindre que ne s'enlise le processus de correction des déséquilibres des balances courantes et a considérablement compliqué la coordination des politiques des pays du Groupe des sept. Au premier semestre, le dollar américain s'est fortement apprécié par rapport à la plupart des autres grandes monnaies, malgré la persistance de l'important déficit de la balance courante des États-Unis et les baisses des taux d'intérêt dans ce pays. Exception notable parmi les grandes monnaies, le dollar canadien est demeuré relativement ferme par rapport au dollar américain au premier semestre de 1989, puis s'est apprécié au second semestre, comme en fait état la section précédente du Rapport. Vers la fin de 1989, le mark allemand s'est aussi nettement apprécié par rapport au dollar américain et aux autres grandes monnaies, y compris le yen. Certes, l'appréciation du mark cadrait avec la hausse des taux d'intérêt pratiqués en Allemagne par rapport à ceux des autres pays, mais elle a aussi été attribuée en partie aux répercussions économiques que les changements d'ordre politique survenus dernièrement en Europe de l'Est pourraient avoir sur l'Allemagne de l'Ouest. Ces divergences dans l'évolution des monnaies se sont soldées en 1989 par une augmentation d'environ 3 % du cours du dollar américain par rapport aux monnaies des pays du Groupe des dix selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux.

Bien que l'évolution des taux de change en 1989 ait pu contribuer à freiner le processus de correction des déséquilibres des paiements internationaux, le profil de croissance de la demande intérieure dans l'ensemble des grands pays industriels était néanmoins propice à une nouvelle réduction de ces déséquilibres au Japon et aux États-Unis. À ce propos, il convient de souligner la diminution de l'excédent de la balance courante du Japon, qui reflète les effets conjugués du ralentissement de la demande sur les principaux marchés d'exportation de ce pays, du renchérissement mondial du pétrole, de la vigueur des importations de biens de consommation et de l'augmentation des voyages effectués à l'étranger par les Japonais. Des progrès ont aussi été accomplis en 1989 dans la réduction du déficit commercial des États-Unis, mais le gros de l'amélioration s'est produit au début de l'année.

Balances extérieures des sept grands pays industriels



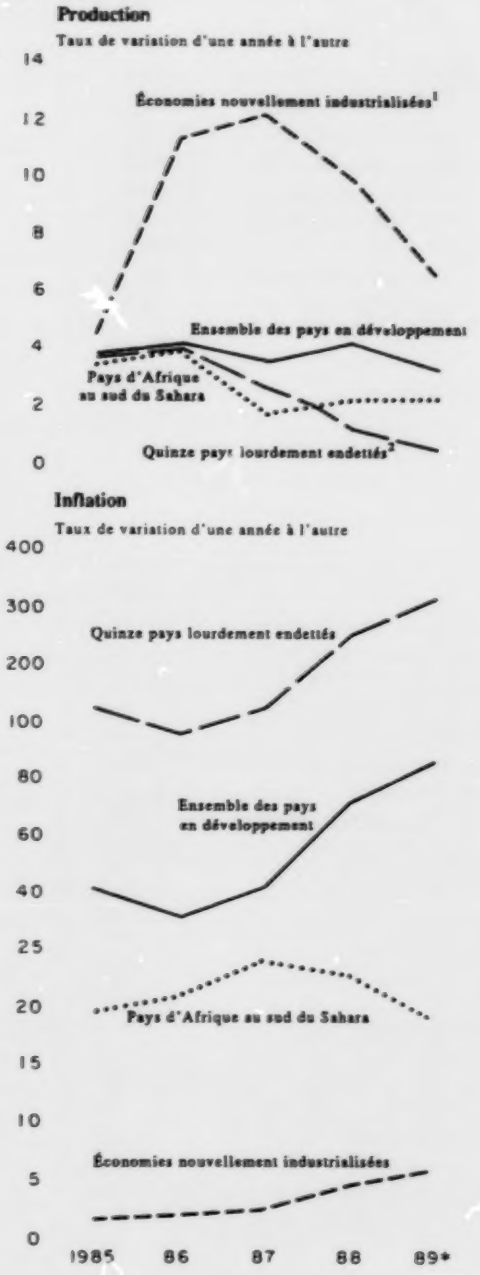
Par contre, les déséquilibres des échanges extérieurs de la plupart des grands pays d'Europe se sont creusés encore davantage. Ils ont continué d'être principalement liés aux échanges entre pays européens; ainsi, les déficits enregistrés dans d'autres pays de la Communauté européenne, notamment le Royaume-Uni et la France, ont dans une large mesure fait contrepoids à l'important excédent de l'Allemagne.

La détérioration du déficit de la balance courante du Royaume-Uni au cours des trois dernières années est en grande partie imputable à une demande intérieure excédentaire, de sorte que l'on peut s'attendre à une amélioration au fur et à mesure que s'estomperont les pressions exercées par cette demande. De fait, la balance commerciale de ce pays s'est nettement redressée depuis la fin de l'été dernier. Contrairement au déficit du Royaume-Uni, l'excédent de la balance courante de l'Allemagne tient davantage à la vigueur relative de la demande extérieure et témoigne de la récente fermeté des investissements en Europe et de la place importante qu'occupe l'Allemagne comme producteur de biens d'équipement.

Parallèlement à l'amélioration que le solde des échanges extérieurs des États-Unis a enregistrée ces deux dernières années, on a observé une baisse des exportations nettes de l'ensemble des économies nouvellement industrialisées d'Asie. Cette baisse découle de la conjugaison de plusieurs facteurs, notamment l'appréciation de leurs monnaies par rapport à celles de leurs principaux partenaires commerciaux, la hausse des taux d'inflation intérieurs et la forte croissance de la consommation intérieure. Bien que la demande continue d'augmenter rapidement dans ces pays, son taux de croissance est nettement inférieur aux taux observés ces dernières années, ce qui devrait entraîner une atténuation des pressions inflationnistes.

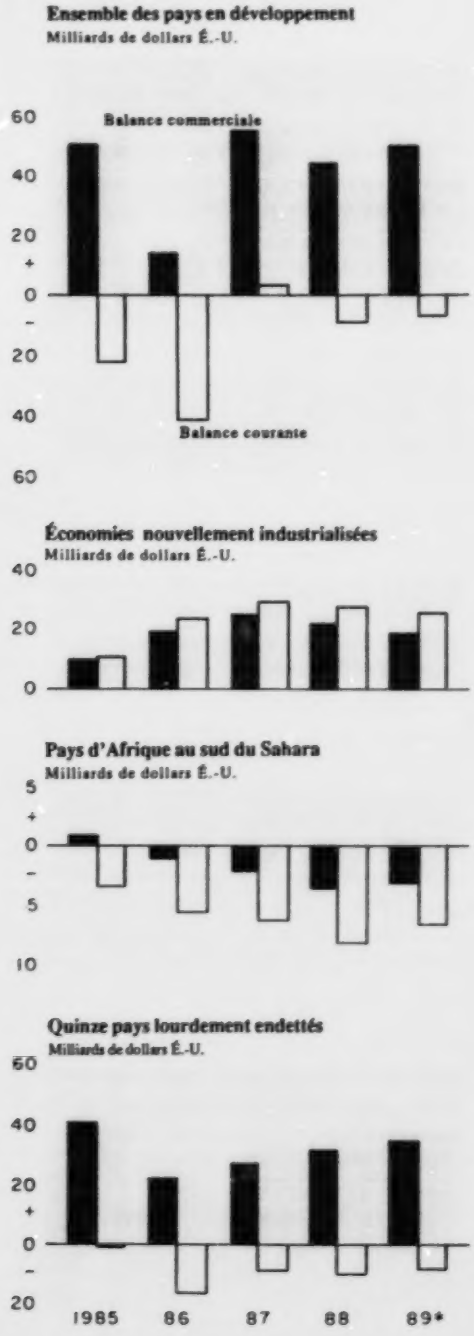
Dans la plupart des autres pays en développement, les résultats économiques ont de nouveau été décevants en 1989. La production n'a dans l'ensemble guère progressé dans le groupe des quinze pays à revenu moyen lourdement endettés. Dans beaucoup d'entre eux, par contre, l'inflation a atteint des niveaux inégalés. La production des pays africains situés au sud du Sahara a légèrement augmenté en volume, mais

Production et inflation dans les pays en développement



1. Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taiwan
2. Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Côte-d'Ivoire, Équateur, Maroc, Mexique, Nigéria, Pérou, Philippines, Uruguay, Venezuela et Yougoslavie
* Les données de 1989 sont estimatives.

Balance commerciale et balance courante des pays en développement



* Les données de 1989 sont estimatives.

cela n'a pas empêché une nouvelle détérioration du revenu par habitant en termes réels.

La piètre tenue économique de la plupart des pays en développement tient à divers facteurs. Dans bon nombre de cas, la mise en œuvre de politiques budgétaires et monétaires excessivement expansionnistes a donné lieu à des taux d'inflation élevés qui continuent de s'accélérer et a manifestement contribué à décourager les investissements. Le lourd fardeau de la dette et du service de la dette a également continué d'obscurcir les perspectives d'investissement et de croissance de certains pays. Par ailleurs, des facteurs liés à la conjoncture à l'étranger, tels que le ralentissement de la demande sur les principaux marchés d'exportation, la hausse générale des taux d'intérêt dans le monde et le recul des prix de nombreux produits de base (combustibles exclus), ont eu une incidence négative sur les économies d'un certain nombre de pays en développement. La légère amélioration qui semble s'être produite en 1989 au chapitre de la balance commerciale et de la balance courante de beaucoup de ces pays tient en grande partie aux difficultés qu'ils ont eues à se financer à l'étranger.

L'évolution de la stratégie relative à la dette des pays du Tiers-Monde

L'atonie persistante de l'activité dans un grand nombre de pays lourdement endettés et les perspectives réduites d'amélioration sensible à ce chapitre ont provoqué un réexamen de la stratégie internationale de la dette en 1989. À partir de propositions formulées par le Japon et la France, les États-Unis ont lancé, en mars 1989, une initiative dont le but était de renforcer la stratégie en vigueur et d'améliorer les perspectives d'une croissance durable de l'économie des pays en développement.

Le plan américain représente un pas en avant puisqu'il incorpore aux maillons clés de la stratégie existante des éléments empruntés aux opérations d'allégement de la dette conclues ces derniers temps entre certains pays débiteurs et leurs créanciers bancaires. Ce plan continue de mettre l'accent sur l'importance de l'application par les pays débiteurs de politiques macroéconomiques et de politiques d'ajustement structurel saines, avec l'appui des principales institutions financières internationales, le Fonds monétaire

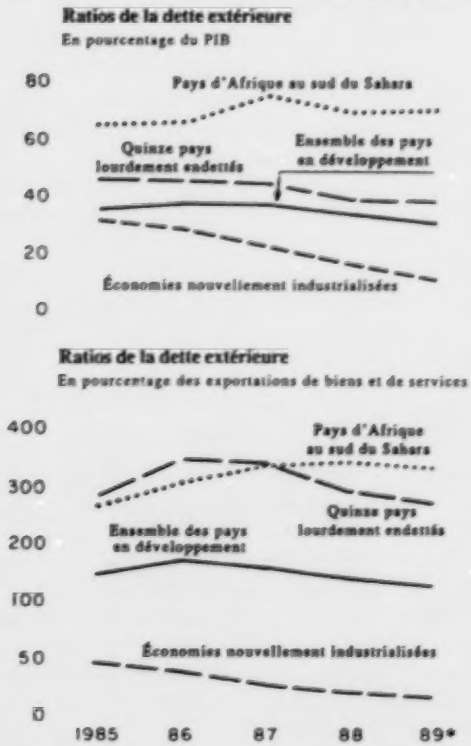
international (FMI) et la Banque mondiale. Tout en insistant sur le besoin que ces pays ont encore de capitaux frais d'origine étrangère, le nouveau plan fait aussi ressortir la nécessité d'une réduction de l'endettement dans certains cas. Ainsi, il reconnaît le fait que le surendettement envers l'étranger peut nuire aux projets d'investissement nationaux et compromettre fortement le retour à une croissance durable non inflationniste.

Cette nouvelle stratégie à l'égard de la dette a reçu un appui généralisé au sein de la communauté internationale. En mai, en vue de soutenir les opérations d'allégement volontaire de la dette par les institutions financières privées, le FMI et la Banque mondiale ont convenu de mettre en réserve une portion des ressources auxquelles ont normalement accès les pays membres dans le cadre de facilités de prêt. De plus, ces deux organismes ont accepté d'étudier les demandes de ressources supplémentaires devant servir à garantir une portion des paiements d'intérêts liés à la réduction de l'encours et du service de la dette. De son côté, le Japon a promis d'engager des ressources importantes dans le but de renforcer davantage la stratégie de réduction de la dette.

Plusieurs pays lourdement endettés ont déjà été jugés admissibles à l'assistance du FMI et de la Banque mondiale en vertu du nouveau plan et ont amorcé des négociations avec leurs créanciers bancaires en vue de réduire l'encours et le service de leur dette. À cet égard, le Mexique, les Philippines et le Costa Rica ont conclu des ententes de principe avec leurs créanciers au cours de 1989. Toutes ces ententes, même si elles diffèrent dans leurs modalités, prévoient une réduction non négligeable des dettes contractées auprès d'institutions financières privées, laquelle sera financée en grande partie par le FMI et la Banque mondiale. Une première opération de réduction de la dette a eu lieu au début de 1990 en vertu de l'entente signée par les Philippines, et elle devrait être suivie d'autres opérations similaires d'ici la fin de l'année. On s'attend à ce que des opérations de réduction de la dette soient menées en mars 1990 dans le cadre de l'entente conclue par le Mexique. Le Costa Rica devrait également pouvoir faire de même en 1990. Les banques canadiennes, qui sont représentées aux comités d'orientation des banques négociant la réduction de la dette des pays en développement, ont participé activement à ces initiatives.

En 1989 et au début de 1990, la Banque du Canada, avec le consentement du ministre des Finances, a participé en collaboration avec les autorités monétaires d'autres pays industriels à deux ententes visant à accorder des crédits-relais à court terme. À ces deux reprises, les crédits octroyés étaient liés à un programme d'ajustement économique mis en œuvre avec l'aide du FMI et de la Banque mondiale. Le Canada a souscrit, jusqu'à concurrence de 100 millions de dollars É.-U., à une opération multilatérale d'un montant maximal de 2 milliards de dollars É.-U. au profit du Mexique. Ce prêt a été remboursé le 15 février 1990. La part du Canada dans un prêt de 500 millions de dollars É.-U. consenti à la Pologne a été de 20 millions de dollars É.-U. Vers la fin de février 1990, la totalité du prêt consenti à ce pays avait été remboursée.

Endettement extérieur des pays en développement



* Les données de 1989 sont estimatives.

LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA

La mise en œuvre de la politique monétaire

Dans la mise en œuvre de sa politique monétaire, la Banque du Canada recourt à plusieurs techniques en vue d'influencer les taux d'intérêt à court terme. La plus importante de ces techniques est l'ajustement quotidien des réserves-encaisse des banques à charte et des soldes de règlement des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements (ACP). Le niveau des réserves et des soldes de règlement mis à la disposition des membres de l'ACP est établi chaque jour de façon à assurer un fonctionnement ordonné du marché du financement à un jour. Le Tableau 2 reproduit en annexe fait état du montant minimum de réserves requis par les banques et du niveau moyen des réserves et des soldes de règlement effectivement mis à la disposition des établissements financiers par la Banque du Canada en 1989.

Les interventions directes sur le marché monétaire sont une autre technique qu'utilise la Banque dans la mise en œuvre de sa politique monétaire. La Banque effectue fréquemment des opérations à un jour avec certains participants du marché monétaire dans le but d'influencer l'évolution des taux à un jour. À d'autres occasions, elle vend ou achète des bons du Trésor sur le marché afin d'agir sur les taux d'intérêt en général.

Les opérations sur le marché à un jour consistent habituellement en un concours temporaire, sous forme de prise en pension d'effets, aux agents agréés du marché monétaire, c'est-à-dire les courtiers en valeurs mobilières habilités à conclure ce genre d'opérations. En vertu de ce mécanisme, la Banque achète des bons du Trésor ou d'autres avoirs à court terme que l'agent agréé rachète ensuite, généralement le lendemain, à un prix convenu au préalable. Les opérations de pension peuvent être entreprises à l'initiative des agents agréés, jusqu'à concurrence d'un montant établi à l'avance et rémunéré au taux d'escompte, lorsque les autres sources de financement font défaut ou sont trop onéreuses. La Banque peut aussi prendre l'initiative de ces opérations lorsqu'elle veut contrer les pressions à la hausse injustifiées s'exerçant sur les taux du financement à un jour. Le montant et le taux de rémunération de cet instrument, appelé prise en pension spéciale, sont fixés par la Banque. Lancées en 1985, les prises en pension spéciales se sont développées à tel point qu'en 1987 et en 1988 elles représentaient le gros des opérations de pension effectuées.

En 1989, la plupart des opérations de pension conclues avec les agents agréés du marché monétaire étaient des prises en pension ordinaires. Les variations des taux d'intérêt à court terme survenues au cours de l'année cadrant généralement avec les objectifs de la politique monétaire suivie par la Banque du Canada, le besoin de conclure des prises en pension spéciales s'est moins fait sentir. Le Tableau 4 présenté en annexe donne les chiffres du crédit octroyé sous forme de prises en pension ordinaires et de prises en pension spéciales. Les prises en pension ordinaires ont été particulièrement nombreuses à la fin de mai, en juin et en juillet, soit à des moments où la Banque s'efforçait de contrer des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt du marché monétaire. Au cours de cette période, les taux du financement à un jour ont souvent été égaux ou supérieurs au taux d'escompte, de sorte que les prises en pension ont représenté un mode de financement relativement bon marché. En fait, cette relation entre le loyer de l'argent à un jour et le taux d'escompte s'est maintenue pendant la plus grande partie de 1989, particulièrement au second semestre, et explique pour une bonne part que les agents agréés aient eu davantage recours aux opérations de pension en 1989 que l'année précédente.

La Banque procède également à des cessions en pension. Essentiellement, ces opérations sont l'inverse des prises en pension

spéciales, en ce sens qu'elles permettent à la Banque de contrebalancer directement les pressions à la baisse sur les taux du financement à un jour. Le recours aux cessions en pension a été plutôt rare en 1989. En effet, celles-ci n'ont été offertes que sept fois aux participants du marché et n'ont trouvé preneur qu'en cinq occasions pour des montants assez faibles.

Les ventes et les achats de titres effectués directement sur le marché, appelés opérations d'open market, ont été peu fréquents en 1989. Néanmoins, les ventes nettes de bons du Trésor ont totalisé 2,7 milliards de dollars (voir le Tableau 3 reproduit en annexe). Elles ont surtout été conclues à des moments où la Banque s'efforçait de contrer la tendance à la baisse des taux à court terme, soit vers la fin de mars et au cours du mois de mai. La Banque a aussi procédé à l'occasion, en 1989, à des swaps de bons du Trésor. Le plus souvent, elle a simplement cherché par ce moyen à rééquilibrer son portefeuille-titres; mais à d'autres moments, notamment en février, elle a acquis des bons à trois mois en échange de bons assortis d'échéances plus courtes dans le but de faire échec aux pressions à la hausse qui s'exerçaient sur le taux des bons à trois mois, sans pour autant gonfler son portefeuille global de bons du Trésor.

En plus des opérations dictées par les objectifs de sa politique monétaire, la Banque effectue des opérations sur titres pour son propre compte ou celui de clients (gouvernement canadien, banques centrales et organismes internationaux). Comme le montre le Tableau 3 présenté en annexe, le portefeuille d'obligations négociables de la Banque a diminué de 656 millions de dollars, le montant des titres venant à échéance ayant été supérieur à celui des achats de nouvelles obligations. Pour sa part, le portefeuille de bons du Trésor s'est accru de 1,2 milliard de dollars en 1989. La Banque a acquis une part importante de ces titres au cours de l'année à l'occasion des adjudications hebdomadaires, mais la plus grande partie de ces acquisitions a servi à remplir les commandes des clients.

Il arrive que les comptes des adhérents de l'Association canadienne des paiements tenus à la Banque du Canada affichent des manques pour diverses raisons, notamment par suite des mesures que prend la Banque pour faire varier le niveau général des réserves ou des soldes de règlement. Lorsque cela se produit, la Banque accorde un prêt à un jour à l'institution qui a un découvert. Le Tableau 4, fourni en annexe, fait état du montant moyen des avances octroyées dans pareilles situations en 1989. Les chiffres indiqués comprennent aussi les avances spéciales consenties en 1985 à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque. La liquidation en cours de ces deux banques insolvables avait permis de réduire le solde de ces avances à 46,4 millions de dollars à la fin de 1989.

La gestion de la dette publique et du Trésor

La Banque du Canada, en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, conseille celui-ci et lui fournit des services administratifs en matière de gestion de la dette publique. La dette intérieure de l'État s'est accrue de 24,5 milliards de dollars en 1989, après avoir progressé de 31,4 milliards en 1988 et de 24,5 milliards en 1987. Une part des emprunts contractés en 1989 a servi à financer des achats nets de devises de l'ordre de 3,6 milliards de dollars, ce qui représente une diminution d'environ 7 milliards de dollars par rapport aux achats nets de l'année précédente et explique en grande partie la baisse générale des besoins de financement observée en 1989.

Le recours accru au financement par émission de bons du Trésor, qui a atteint un niveau record en 1989, est attribuable à un certain nombre de facteurs, notamment le fait que pendant trois mois le gouvernement ne détenait pas le pouvoir de contracter des emprunts à long terme et le niveau exceptionnellement élevé des remboursements d'obligations d'épargne du Canada. La hausse de 25,5 milliards de dollars de l'encours des bons du Trésor a en fait dépassé la progression totale de la dette intérieure. Pour leur part, les émissions d'obligations négociables ont permis de recueillir 9,9 milliards de dollars, tandis que l'encours des obligations d'épargne du Canada a baissé d'environ 10,9 milliards de dollars. Le tableau ci-après montre la part des bons du Trésor, des obligations négociables et des obligations d'épargne du Canada dans l'ensemble du financement obtenu ces cinq dernières années.

Au cours de l'année, 24 nouvelles émissions d'obligations négociables ont été lancées; les renseignements qui s'y rapportent sont fournis en annexe, au Tableau 5. Environ 70 % de la valeur des nouvelles émissions a été placé par voie d'adjudication. Les échéances des nouvelles obligations étaient réparties assez également entre le court, le moyen et le long terme, l'échéance moyenne s'établissant à 9,2 ans, contre 8 ans l'année précédente. Cependant, l'échéance moyenne de la portion de la dette totale constituée de titres négociables (bons du Trésor et obligations négociables) est passée de 4 ans et 5 mois à 4 ans. Ce changement s'explique par l'augmentation de la part de la dette détenue sous forme de bons du Trésor, qui a grimpé de 36,4 % à 42,2 %.

L'encours des obligations d'épargne du Canada a diminué d'un montant sans précédent

Variations de l'encours des titres en dollars canadiens du gouvernement canadien entre 1985 et 1989

Milliards de dollars (valeur nominale)

	1985	1986	1987	1988	1989
Bons du Trésor	+9,7	+10,3	+4,5	+20,9	+25,5
Obligations négociables	+13,3	+11,3	+11,2	+11,0	+9,9
Obligations d'épargne du Canada	+6,2	−4,3	+8,8	−0,5	−10,9
Total	+29,2	+17,3	+24,5	+31,4	+24,5

pour s'établir à 42,5 milliards de dollars vers la fin de l'année. Cette baisse tient principalement aux remboursements importants survenus au premier semestre de l'année et aux ventes relativement faibles réalisées durant la campagne d'octobre 1989. La campagne de l'année précédente s'était soldée par des ventes considérables en raison du rendement de 9½ % dont était assortie l'émission de 1988. En février 1989, comme les taux d'intérêt à court terme avaient augmenté d'environ 100 points de base depuis l'automne, le ministre des Finances a annoncé le relèvement, d'un point de pourcentage, du taux des obligations d'épargne du Canada pour la période de quatre mois commençant le 1er mars. L'ascension des taux à court terme s'étant poursuivie après cette annonce, plus de 11,6 milliards de dollars d'obligations d'épargne du Canada ont été présentées au remboursement au premier semestre de l'année. En juin, le ministre annonçait que le taux de 10½ % serait maintenu pendant une autre période de quatre mois se terminant, elle, le 31 octobre. L'émission de 1989 d'obligations d'épargne du Canada, dont l'échéance est de 12 ans, produit des intérêts à un taux de 10½ % la première année. Le chiffre brut des ventes a été de 9,3 milliards de dollars pour la nouvelle émission, contre 15 milliards l'année précédente et 13 milliards en moyenne pour les sept campagnes antérieures.

Le programme d'émission de bons du Trésor s'est de nouveau révélé être un mécanisme de financement d'une extraordinaire souplesse. En février, au plus fort du mouvement d'encaissement d'obligations d'épargne du Canada, le gouvernement a émis un montant brut de 22,1 milliards de dollars de bons du Trésor, se procurant ainsi 5,8 milliards de dollars d'argent frais. En juin, comme il n'avait toujours pas reçu du Parlement l'autorisation de contracter des emprunts assortis d'échéances supérieures à six mois, le gouvernement a de nouveau eu recours à l'émission de bons du Trésor, pour recueillir cette fois 6,6 milliards de dollars d'argent frais. À d'autres moments de l'année, lorsque les besoins de financement étaient modestes, l'encours des bons du Trésor a en fait été réduit. La capacité qu'a le gouvernement de varier la taille des adjudications hebdomadaires a joué un rôle clé dans les efforts qu'il consacre au maintien du solde de ses dépôts, généralement peu rémunérés, à un niveau tout juste suffisant pour couvrir ses besoins quotidiens de trésorerie. Afin d'accroître encore sa marge de manœuvre, le gouvernement a émis davantage de bons du Trésor assortis d'échéances très courtes, dont certaines de 16 jours à peine, pour combler les manques temporaires de sa trésorerie ou pour réduire la taille des adjudications hebdomadaires régulières. En tout, 25 émissions de ces bons de gestion de trésorerie ont été lancées en 1989 et ont permis de recueillir 22,5 milliards de dollars, contre environ 13,8 milliards en 1988 et 5,0 milliards en 1987.

En vue d'assurer une gestion efficace de sa trésorerie, le gouvernement a continué de recourir au placement par adjudication de ses dépôts à terme. Dans le cadre de ce programme institué en 1986, il adjuge aux soumissionnaires admissibles, c'est-à-dire les adhérents de l'Association canadienne des paiements, la portion excédentaire de ses liquidités, et ce, à des échéances précises. Il s'est tenu en général quatre ou cinq adjudications par semaine en 1989; les montants adjugés se sont situés entre 200 et 1 950 millions de dollars, et les échéances entre 1 et 10 jours.

Un nouvel élément a été ajouté au cours de l'année au programme de gestion de la trésorerie du gouvernement. En plus de ses liquidités excédentaires quotidiennes, le gouvernement a commencé à mettre aux enchères le solde quotidien de ses dépôts à vue. En vertu de ce mécanisme, les adhérents présentent leurs soumissions, sous forme d'un écart négatif par rapport au taux de base des prêts bancaires, pour la portion du solde quotidien des dépôts à vue qu'ils désirent obtenir chaque jour de la période de calcul de la moyenne des réserves postérieure à l'adjudication. Auparavant, les adhérents recevaient une part fixe de ces dépôts à vue, qui était déterminée en fonction de la proportion de l'ensemble des dépôts en dollars canadiens qu'ils détenaient, et payaient un taux égal au taux de base des prêts bancaires moins un écart préétabli.

Le programme des swaps de taux d'intérêt sur le marché intérieur, instauré en février 1988 par le gouvernement canadien, a été maintenu en 1989. Dans le cadre de ce programme, le gouvernement reçoit des autres parties contrac-

tantes des paiements d'intérêts à taux fixe qui serviront à payer les intérêts sur l'encours de ses obligations à taux fixe. En contrepartie, il leur verse, sur des montants en principal équivalents, des intérêts calculés sur la base d'un taux qui varie en fonction du taux des acceptations bancaires à trois mois. Au cours de l'année, 2 050 millions de dollars de swaps ont été négociés, ce qui a porté à 3 000 millions de dollars l'encours de ces effets. Les nouveaux swaps, qui ont tous été conclus avec des institutions financières canadiennes, portaient sur des échéances allant de 2 ans et 8 mois à 14 ans et 10 mois. Si l'écart moyen entre les taux des acceptations bancaires à trois mois et ceux des bons du Trésor à trois mois se maintient au niveau généralement observé au cours des deux dernières années, soit un peu moins de 15 points de base, le taux variable auquel seront calculés les intérêts que le gouvernement devra effectivement payer en vertu des swaps conclus se situera à environ 72 points de base au-dessous du taux des bons du Trésor à trois mois.

Compte tenu du gonflement important qu'avaient enregistré les réserves de change en 1988, le gouvernement a réduit sa dette en devises d'environ 2 milliards de dollars É.-U. en 1989, et aucune nouvelle émission d'obligations en devises n'a été lancée.

Quatre émissions d'obligations du gouvernement canadien, dont deux libellées en francs suisses, une en marks allemands et une en dollars É.-U., ainsi que deux émissions de Canadair Limitée en dollars É.-U. sont arrivées à échéance et ont été remboursées. En outre, un emprunt consortial en yens a fait l'objet d'un remboursement anticipé. On trouvera au Tableau 5, en annexe, des renseignements sur ces émissions. Le gouvernement a aussi racheté sur le marché environ 172 millions de dollars É.-U. de sa dette extérieure non échue. Mis en place en 1988, ce programme de rachat a porté sur trois emprunts en dollars É.-U. venant à échéance en juillet 1995, en avril 1998 et en octobre 1998. Par ailleurs, les 253 millions de dollars É.-U. de titres de l'émission d'octobre 1998, toujours en circulation après ces rachats officiels sur le marché, ont fait l'objet d'un remboursement anticipé en octobre.

Depuis 1986, le gouvernement émet des bons du Canada. Il s'agit de billets à court terme en dollars É.-U. émis sur le marché monétaire américain. Ce mode de financement donne accès à une source relativement peu onéreuse de dollars É.-U. Comme le niveau des réserves de change est resté élevé durant l'année, cette source de financement n'a pas été fortement utilisée, mais l'encours des bons a été maintenu à un niveau qui permet d'en préserver l'accès pour l'avenir. Les soldes de fin de mois se sont établis entre un sommet de 1 053 millions de dollars É.-U. en août et un creux de 680 millions de dollars É.-U., enregistré en fin d'année.

Le niveau relativement élevé des réserves de change et l'existence du programme d'émission de bons du Canada ont aussi permis au gouvernement de réduire la taille et le coût de ses marges de crédit renouvelables en dollars É.-U. Ces dernières, qui assurent un accès rapide au marché américain du crédit à court terme, n'ont pas été utilisées depuis 1986. La marge de crédit auprès des banques canadiennes a été réduite de 3 à 1 milliard de dollars É.-U., et celle dont dispose le gouvernement auprès des banques étrangères est passée de 4 à 2 milliards de dollars É.-U. La renégociation des modalités des deux marges de crédit, qui a eu lieu au début de 1990, s'est soldée par l'abaissement des commissions d'engagement et le report des échéances à 1995. La réduction de la taille des marges de crédit et des commissions d'engagement a fait passer le coût annuel des deux marges de crédit de 6,8 millions à 1,5 million de dollars É.-U.

Les opérations de change

En 1989, le dollar canadien s'est apprécié d'environ 3 % par rapport à la devise américaine et d'un peu plus de 4 %, selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, par rapport aux monnaies des pays du Groupe des dix. Tout au long du premier semestre, à l'exception de la période de repli momentané qu'il a connue fin avril à la suite du dévoilement du budget fédéral, le dollar canadien s'est maintenu à l'intérieur d'une fourchette assez étroite, comprise entre 0,8350 et 0,8450 dollar É.-U. Au second semestre cependant, il s'est progressivement raffermi pour atteindre temporairement 0,8652 dollar É.-U.

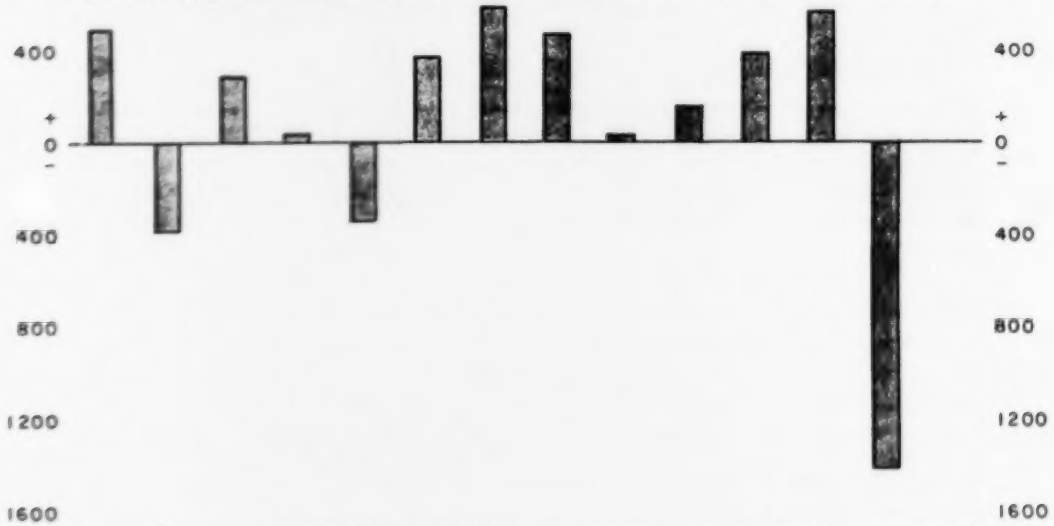
Taux de change

Les données vont jusqu'au 27 février 1990.

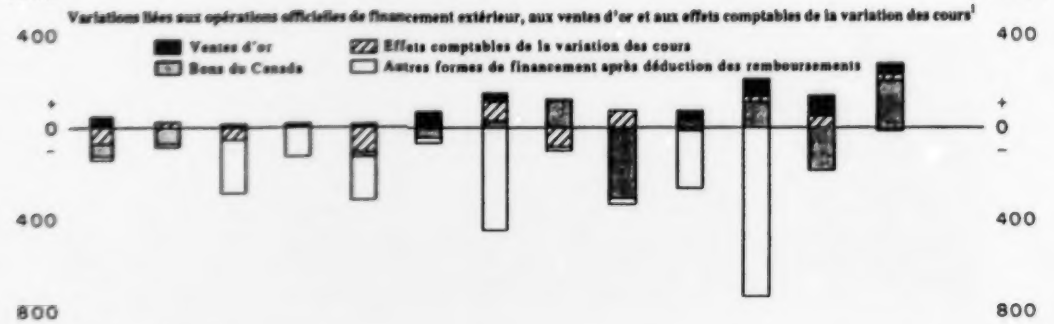
Variations des réserves officielles

Millions de dollars É.-U., données mensuelles

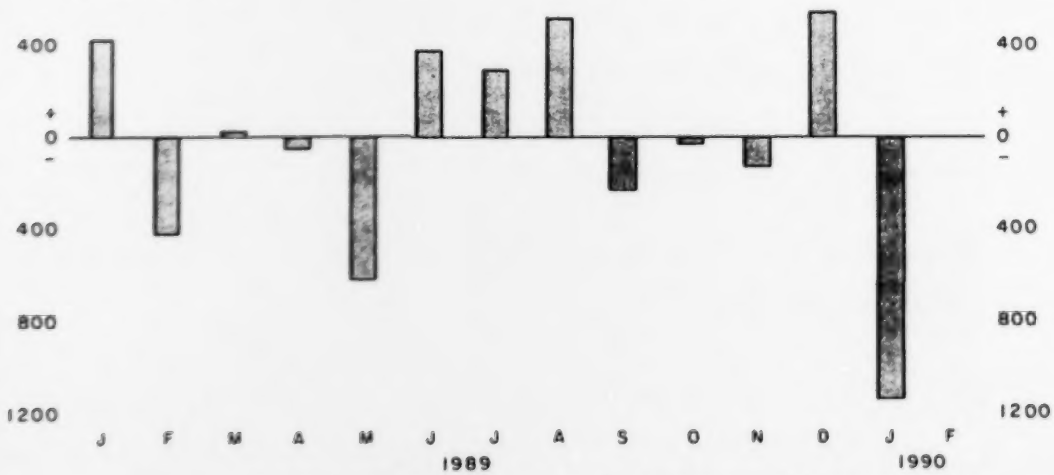
À l'exclusion des opérations officielles de financement extérieur, des ventes d'or et des effets comptables de la variation des cours[1]



Variations liées aux opérations officielles de financement extérieur, aux ventes d'or et aux effets comptables de la variation des cours[1]



Variation totale nette



1. La valeur en dollars É.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le cours du dollar É.-U. baisse par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire.

vers la fin de décembre, son cours le plus élevé depuis septembre 1980. Il a fléchi légèrement durant les derniers jours de 1989, pour coter 0,8632 dollar É.-U. à la clôture des opérations en fin d'année. À l'aube de 1990, le dollar canadien, qui se négociait à plus de 0,8650 dollar É.-U. début janvier, a connu une forte baisse et, fin février, son cours oscillait entre 0,83 et 0,84 dollar É.-U.

Les opérations sur devises que la Banque du Canada a effectuées, en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances, ont visé à favoriser un comportement ordonné du dollar canadien sur le marché des changes. Compte tenu du raffermissement du dollar canadien, les achats officiels de devises en 1989 (notamment des dollars É.-U., des yens et des marks allemands) ont excédé les ventes et donné lieu à une augmentation des réserves officielles de change. L'effet de ces achats nets sur le niveau des réserves a été contrebalancé en partie par les remboursements qui ont été effectués au titre d'emprunts et d'émissions d'obligations en devises totalisant environ 2 milliards de dollars É.-U. et dont il est question dans la section précédente du Rapport. Les réserves officielles de change du Canada, qui équivalaient à 16 197,6 millions de dollars É.-U. à la fin de 1988, étaient passées à 16 795,8 millions de dollars É.-U. à la fin de 1989. Toutefois, en réaction aux variations brusques du dollar canadien, ces réserves ont baissé de 1 145,2 millions de dollars É.-U. en janvier 1990.

À plusieurs reprises en 1989, la Banque du Canada, de concert avec les banques centrales d'autres pays membres du Groupe des sept, est intervenue sur le marché des changes de façon à atténuer les fluctuations du dollar américain par rapport aux grandes monnaies des pays d'outremer. Cependant, comme ces interventions sur le cours du dollar É.-U. ont été menées en marks allemands et en yens, elles n'ont pas modifié le montant total des réserves officielles de change du Canada.

L'émission des billets de banque, le service de la dette et les opérations bancaires

La Banque du Canada est chargée de l'émission des billets de banque et de l'administration de la dette intérieure du gouvernement canadien. Ces fonctions, qui nécessitent le traitement de quantités importantes de billets de banque, de titres et de données, occupent directement à peu près la moitié du personnel de la Banque. Les trois quarts environ des dépenses totales de la Banque, énumérées dans l'État des revenus et des dépenses reproduit à la fin du Rapport, sont liées à l'achat et à l'émission de billets de banque et aux opérations de gestion de la dette que la Banque effectue en sa qualité d'agent financier du gouvernement.

La Banque fournit aussi des services bancaires au gouvernement et gère des comptes de dépôt pour les membres de l'Association canadienne des paiements ainsi que pour des banques centrales et des organismes financiers internationaux. La Banque a également la garde des soldes non réclamés, c'est-à-dire les comptes qui ont été transférés chez elle après avoir été inactifs pendant dix ans dans les banques à charte.

L'émission des billets de banque

À la fin de 1989, l'encours total des billets se chiffrait à 22,1 milliards de dollars, soit près de 90 % de l'ensemble des engagements de la Banque, comme le montre l'État de l'actif et du passif. La Banque met des billets en circulation pour répondre à l'accroissement de la demande et pour remplacer les billets impropres à la circulation. En plus d'émettre des billets neufs, la Banque remet en circulation les billets usagés en bon état qui lui ont été retournés par les institutions financières ayant un surplus de numéraire.

En 1989, la Banque a mis en circulation de nouveaux billets de 10 dollars et de 50 dollars, soit la troisième et la quatrième coupure de sa plus récente série. La coupure de 10 dollars a été mise en circulation le 27 juin, et celle de 50 dollars, le 1er décembre. À la fin de 1989, la Banque avait émis 90 millions de nouveaux billets de 10 dollars – ce qui équivaut aux deux tiers du nombre total de billets de cette coupure en circulation – ainsi que plus de quatre millions de nouveaux billets de 50 dollars.

Tous les billets de la nouvelle série comportent de nouveaux éléments de sûreté qui visent à prévenir la contrefaçon. Le nouveau billet de 50 dollars est de plus muni d'une vignette de sûreté, qui a la propriété de passer du doré au vert selon son angle d'inclinaison. Cette vignette, propre aux billets de banque canadiens, est le fruit d'un important programme de recherche et développement entrepris par la Banque du Canada, de concert avec le Conseil national de recherches du Canada et diverses sociétés privées. Il est prévu que la vignette de sûreté sera appliquée sur d'autres coupures de la nouvelle série.

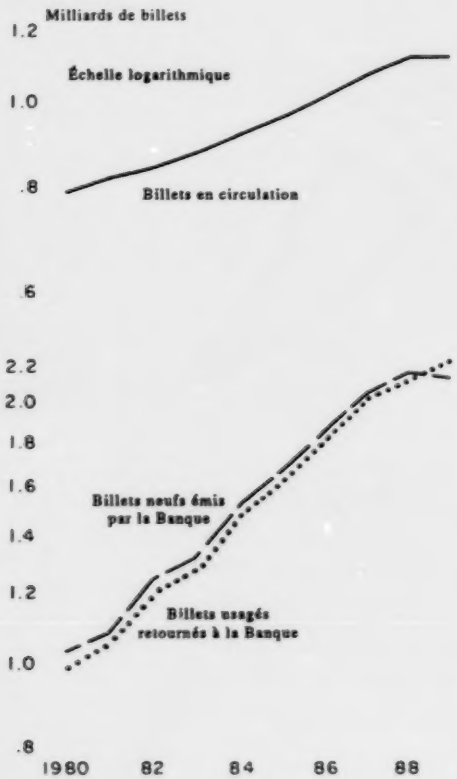
En outre, les billets de la nouvelle série sont conçus de façon à permettre aux handicapés visuels et aux aveugles d'en distinguer la coupure. Ainsi, les chiffres qui y sont imprimés ont été agrandis pour rendre les coupures plus aisément reconnaissables. De plus, un appareil électronique, mis au point et fabriqué au Canada dans le cadre d'un programme financé par la Banque, permet de décoder les caractères figurant au recto des billets. Grâce aux techniques de réponse vocale, ce lecteur portatif peut «dire», dans l'une ou l'autre langue officielle, la coupure des billets de la nouvelle série. Les aveugles peuvent emprunter un de ces appareils, sans frais et à titre permanent, auprès de l'Institut national canadien pour les aveugles.

La Banque a cessé d'émettre des billets de un dollar le 30 juin 1989, deux ans après la mise en circulation de la pièce de même valeur. Elle a aussi mis fin, ce jour-là, à la vente de feuilles non coupées de 40 billets de un dollar commencée en décembre 1988. Près de 115 000

de ces feuilles ont été vendues. Le nombre de billets de un dollar en circulation a baissé de plus du tiers au deuxième semestre de 1989, pour s'établir à 195 millions à la fin de l'année. Comme les billets de un dollar se faisaient plus rares, la demande de billets de deux dollars s'est accrue de telle sorte que la croissance de l'encours de ces billets a été beaucoup plus rapide en 1989 qu'au cours des années précédentes.

Pendant les dernières années, la croissance du volume de billets traités par la Banque a été nettement plus rapide que celle du nombre de billets en circulation. L'augmentation considérable de billets traités s'explique par l'usage de plus en plus répandu des guichets automatiques et par le nombre grandissant d'institutions financières qui font affaire directement avec la Banque au lieu de passer par un intermédiaire. Toutefois, la Banque ayant cessé d'émettre des billets de un dollar, le nombre de billets en circulation ou prélevés par les institutions financières n'a pas augmenté en 1989. Par contre, le nombre de billets usagés retournés à la Banque par les institutions financières a continué de croître, car il englobait tous les billets de un dollar retirés de la circulation pour destruction.

Billets de banque



Le service de la dette

Le volume de travail lié à l'administration de la dette publique a diminué en 1989 par rapport au niveau record qu'il avait atteint l'année précédente. Cela tient en grande partie à la baisse du volume des transactions portant sur les obligations d'épargne du Canada, qui représentent environ 80 % de la charge de travail. Cette baisse est elle-même imputable au fléchissement des ventes d'obligations d'épargne du Canada par rapport à 1988 et à la réduction de la quantité de paiements d'intérêts effectués. Toutefois, le nombre de remboursements traités en 1989 s'est encore accru, notamment au premier semestre.

En octobre 1989, la Banque a annoncé la mise en circulation d'un nouveau modèle de bon du Trésor et d'obligation négociable du gouvernement canadien. Les modifications apportées visaient à faciliter la manipulation de ces titres et à les doter d'éléments de sûreté additionnels. La première émission de nouveaux bons du Trésor a eu lieu le 20 octobre 1989, et celle d'obligations, le 4 janvier 1990.

En mars 1989, la Banque a annoncé qu'elle imposerait des droits pour toutes les opérations qu'elle doit effectuer le même jour sur des titres négociables du gouvernement canadien en circulation, ce, en vue de recouvrer auprès des utilisateurs les frais qu'elle engage directement pour fournir ce service. Ainsi, depuis le 1er septembre 1989, elle facture 20 dollars par transaction. Des droits équivalents pour les opérations concernant les bons du Trésor seront également instaurés trois mois après que la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée aura été en mesure d'accepter ces titres dans ses systèmes de compensation et de règlement, ou, à défaut, le 1er mars 1991 au plus tard.

La Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée (CDS)

Comme il est mentionné dans la section du présent rapport traitant de l'évolution monétaire et financière, la Banque a continué, en 1989, de collaborer avec la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée pour améliorer l'efficacité des activités de compensation et de règlement des opérations sur titres au Canada. L'été dernier, les progrès à cet égard ont été jugés suffisants pour que les émissions d'obligations négociables intérieures du gouvernement canadien puissent être traitées, à l'essai, par les systèmes informatisés de compensation et de règlement de la CDS.

Au début d'octobre, les institutions financières utilisant déjà les services de la CDS ont commencé à déposer chez cette dernière leurs obligations négociables du gouvernement canadien. À la fin de l'année, 19 émissions avaient été déclarées admissibles au Système d'inscription en compte de la CDS, et la valeur nominale des titres déposés à la CDS représentait environ 70 % de l'encours de ces émissions.

Les soldes non réclamés

En 1989, la Banque a donné suite à quelque 10 300 demandes de renseignements concernant des soldes non réclamés, ce qui représente une hausse de 15 % par rapport à l'année précédente. Le nombre de ces demandes a plus que triplé depuis 1983, année où la Banque a placé dans chacune de ses agences des exemplaires des registres centraux de tous les soldes conservés chez elle, que le public peut consulter gratuitement. En 1989, la Banque a examiné plus de 8 600 dossiers et effectué 2 558 paiements, pour un montant total de 1,6 million de dollars. À la fin de 1989, le montant des soldes non réclamés tenus à la Banque s'élevait à 98,4 millions de dollars; ce montant figure au poste «Autres dépôts» de l'État de l'actif et du passif.

TABLEAUX EN ANNEXE

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles (en millions de dollars)[1]

	Actif				Passif				
	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Avances aux membres de l'ACP	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens			
						Banques à charte	Autres membres de l'ACP	Gouvernement canadien	Autres
1989									
Janvier	−485	−1 929	7	−137	−2 323	−127	−249	−2	157
Février	493	−402	−45	−191	−102	−28	23	5	−43
Mars	−958	1 053	54	−159	−20	−177	42	−1	146
Avril	75	−13	204	151	14	526	−63	6	−65
Mai	284	1 357	−356	14	920	233	93	−10	63
Juin	2 287	−1 891	54	−65	642	−433	141	1	33
Juillet	1 108	−531	250	37	−206	708	−15	397	−20
Août	−1 598	1 129	−549	−237	14	−833	87	−403	−121
Septembre	−174	−700	76	144	−188	−189	−253	8	−31
Octobre	−62	515	−101	11	129	154	91	−2	−9
Novembre	−292	−360	160	110	66	−322	−84	−1	−40
Décembre	−200	2 180	72	343	2 112	99	157	7	21
Variation pour l'année	478	408	−174	21	1 058	−389	−30	5	91
1990									
Janvier	424	−2 375	243	−198	−2 470	567	−47	−10	53

1. Les chiffres ayant été arrondis, le total pour l'année peut différer de la somme des variations mensuelles.

Tableau 2

Réserves-encaisse des banques à charte et soldes de règlement des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Réserves-encaisse des banques à charte			
		Montant minimum requis – Total	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada et en pièces de monnaie	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada
1989					
Janvier	1–15	5 472	3 711	1 761	1 849
	16–31				1 798
Février	1–15	5 593	4 271	1 323	1 426
	16–28				1 407
Mars	1–15	5 345	3 549	1 796	1 824
	16–31				1 830
Avril	1–15	5 376	3 386	1 991	2 061
	16–30				2 076
Mai	1–15	5 228	3 405	1 823	1 853
	16–31				1 852
Juin	1–15	5 290	3 341	1 948	2 004
	16–30				2 044
Juillet	1–15	5 335	3 620	1 715	1 785
	16–31				1 763
Août	1–15	5 434	3 798	1 636	1 663
	16–31				1 739
Septembre	1–15	5 363	3 771	1 593	1 641
	16–30				1 682
Octobre	1–15	5 368	3 783	1 584	1 655
	16–31				1 696
Novembre	1–15	5 431	3 768	1 663	1 756
	16–30				1 693
Décembre	1–15	5 454	3 742	1 712	1 828
	16–31				1 804
1990					
Janvier	1–15	5 450	3 752	1 699	1 753
	16–31				1 732
Février	1–15	5 611	4 462	1 149	1 214

Somme des pondérations des jours de réserve de la période	Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Soldes de règlement des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements	
			Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables durant le mois
13	1 135	0,064	129	21
16	581	0,027		
15	1 547	0,075	118	20
13	1 098	0,061		
15	413	0,021	139	22
18	608	0,025		
14	979	0,052	134	20
14	1 196	0,063		
15	444	0,022	127	22
16	465	0,022		
15	838	0,042	120	22
18	1 726	0,072		
13	920	0,053	139	20
15	727	0,036		
15	399	0,020	148	23
16	1 636	0,076		
17	819	0,036	117	20
14	1 256	0,067		
14	987	0,052	95	21
16	1 785	0,083		
15	1 397	0,068	100	21
15	450	0,022		
17	1 976	0,085	123	19
15	1 390	0,068		
14	757	0,039	93	22
16	529	0,024		
15	981	0,047		

Tableau 3

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

	Opérations nettes[1] avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques				
	Opérations ordinaires		Opérations de pension		
	Bons du Trésor	Obligations	Prises en pension ordinaires	Prises en pension spéciales	Cessions en pension
1989					
Janvier	−185,0	–	–	–	–
Février	−65,0	–	–	+1 075,0	–
Mars	−659,0	–	+328,5	−756,0	–
Avril	−170,0	–	−148,9	−319,0	–
Mai	−1 513,0	–	+149,4	–	–
Juin	–	–	+58,7	–	–
Juillet	−135,0	–	+119,3	+409,3	–
Août	–	–	−507,0	−409,3	–
Septembre	–	–	+99,7	+315,0	–
Octobre	–	–	+350,3	−315,0	–
Novembre	–	–	−450,0	–	–
Décembre	–	–	–	–	–
Total	−2 727,0	–	–	–	–
1990					
Janvier	−1 070,0	–	+368,0	–	–

1. Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions, et le signe (−) le contraire.
2. Y compris les prises en pension ordinaires, les prises en pension spéciales et les cessions en pension

Opérations nettes avec le gouvernement ou d'autres clients				Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement[2]		
Souscriptions lors de l'émission moins remboursements à l'échéance		Portefeuilles du gouvernement et d'autres clients		Bons	Obligations	Total
Bons	Obligations	Bons	Obligations			
+885,2	+10,0	−1 225,0	–	−524,8	+10,0	−514,8
+230,0	−115,2	−577,7	–	+492,8	+54,3	+547,1
+818,7	−73,6	−630,0	–	−830,1	−141,3	−971,4
+1 528,7	−50,1	−776,4	–	+216,2	−151,9	+64,3
+1 976,6	–	−286,1	–	+326,9	–	+326,9
+3 100,6	−69,7	−735,9	–	+2 390,9	−37,2	+2 353,7
+1 232,7	−143,8	−403,5	–	+1 172,1	−93,1	+1 079,0
+134,2	−91,3	−799,8	–	−1 498,7	−174,5	−1 673,2
+279,9	+15,0	−849,1	–	−169,0	+29,5	−139,5
+587,5	−105,2	−574,8	–	+49,7	−106,9	−57,2
+1 124,8	−74,2	−914,2	–	−226,6	−87,0	−313,6
+832,1	+42,2	−1 052,0	–	−219,9	+42,2	−177,7
+12 731,0	−655,9	−8 824,5	–	+1 179,5	−655,9	+523,6
+2 002,1	+10,0	−896,0	–	+404,1	+10,0	+414,1

Tableau 4

Avances consenties par la Banque du Canada aux membres de l'Association canadienne des paiements et encours des pensions

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Avances aux banques à charte		Avances aux institutions parabancaires membres adhérents de l'ACP	
		Nombre de jours	Encours moyen[1]	Nombre de jours	Encours moyen[2]
1989					
Janvier	**1–15**	9	187,5	12	38,5
	16–31	12	173,3		
Février	**1–15**	11	201,0	12	29,6
	16–28	9	164,0		
Mars	**1–15**	11	173,5	10	48,5
	16–31	11	154,2		
Avril	**1–15**	10	162,1	7	80,2
	16–30	10	168,0		
Mai	**1–15**	11	144,7	8	33,5
	16–31	11	165,8		
Juin	**1–15**	11	134,4	11	60,5
	16–30	11	145,1		
Juillet	**1–15**	9	168,1	12	28,5
	16–31	11	169,8		
Août	**1–15**	11	164,9	10	23,9
	16–31	12	150,2		
Septembre	**1–15**	10	124,2	10	33,2
	16–30	10	101,5		
Octobre	**1–15**	9	108,5	11	36,6
	16–31	12	140,0		
Novembre	**1–15**	10	127,4	15	34,9
	16–30	11	100,8		
Décembre	**1–15**	11	76,5	12	43,1
	16–31	8	93,3		
1990					
Janvier	**1–15**	10	126,2	15	37,3
	16–31	12	128,6		
Février	**1–15**	11	180,4		

1. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables compris dans la période de calcul des moyennes
2. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables durant le mois

Prises en pension				Cessions en pension	
Prises en pension ordinaires		Prises en pension spéciales			
Nombre de jours	Encours moyen[1]	Nombre de jours	Encours moyen[1]	Nombre de jours	Encours moyen[1]
–	–	3	69,1	–	–
1	5,7	–	–	1	6,3
3	29,3	–	–	1	25,0
–	–	1	119,4	–	–
–	–	3	79,0	–	–
3	67,8	3	114,4	1	6,8
2	30,7	3	133,9	–	–
2	18,4	–	–	–	–
3	76,1	1	12,8	–	–
10	337,8	1	38,2	–	–
10	470,2	2	59,5	–	–
7	159,8	1	16,4	1	4,5
8	412,5	–	–	–	–
10	332,5	2	87,7	–	–
7	205,2	2	75,9	–	–
7	114,3	4	115,0	–	–
6	162,0	1	33,5	–	–
3	37,6	1	31,5	–	–
3	34,0	1	62,0	–	–
5	121,8	–	–	–	–
5	76,6	1	34,1	1	7,5
1	12,5	–	–	–	–
8	123,1	–	–	–	–
2	17,8	1	74,5	–	–
4	97,5	1	17,5	–	–
12	369,6	2	94,2	–	–
3	20,3	1	93,2	4	56,4

Tableau 5

Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

Date en 1989	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance %	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens					
5 janv.	10¼ % 1er février 1994	5 ans et 27 jours	10,28	650	
26 janv.	10¼ % 1er décembre 1998	9 ans, 10 mois et 6 jours	10,31	600	
9 févr.	10¼ % 1er février 1994	4 ans, 11 mois et 20 jours	10,06	650	
15 févr.	6¼ % 15 février 1989				150
	11 % 15 février 1989				200
	9½ % 15 juin 1994				51[1]
	10 % 1er octobre 1995				13[1]
	9¼ % 15 mai 1997				48[1]
	9 % 15 octobre 1999				29[1]
	9¾ % 15 décembre 2000				22[1]
	9½ % 1er octobre 2001				65[1]
	8¾ % 1er février 2002				12[1]
	9½ % 1er octobre 2003				36[1]
23 févr.	10 % 1er juin 2008	19 ans, 3 mois et 6 jours	9,91	450	
5 mars	8 % 5 mars 1989				600
	11 % 5 mars 1991	2 ans	11,15	700	
15 mars	12½ % 15 mars 1989				575
	10¼ % 1er mai 1993	4 ans, 1 mois et 17 jours	11,06	75	
	10¼ % 15 décembre 1995	6 ans et 9 mois	10,82	150	
	10¼ % 15 mars 1998	9 ans	10,66	625	
	10¼ % 15 mars 2014	25 ans	10,39	350	
				1 200	
30 mars	10¼ % 15 mars 2014	24 ans, 11 mois et 16 jours	10,32	500	
13 avril	10¼ % 15 mars 1998	8 ans, 11 mois et 2 jours	10,77	650	
15 avril	9¼ % 15 avril 1989				275
1er juin	13¼ % 1er juin 1989				525
	10 % 1er juin 2008	19 ans	9,79	525	
6 juin	9 % 6 juin 1989				550
	10½ % 6 juin 1991	2 ans	10,54	550	
1er juill.	8½ % 1er juillet 1989				1 175
	13½ % 1er juillet 1989				150
	9¼ % 1er octobre 1994	5 ans et 3 mois	9,68	175	
	9½ % 1er octobre 1998	9 ans et 3 mois	9,51	700	
	9½ % 1er juin 2010	20 ans et 11 mois	9,50	450	
				1 325	
27 juill.	9¼ % 1er mai 1996	6 ans, 9 mois et 5 jours	9,36	650	
1er août	13¼ % 1er août 1989				442
	9¼ % 1er octobre 1994	5 ans et 2 mois	9,44	750	
10 août	9½ % 1er juin 2010	20 ans, 9 mois et 22 jours	9,42	550	
24 août	9¼ % 15 décembre 1994	5 ans, 3 mois et 22 jours	9,29	750	

Date en 1989	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance %	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements[2]
Titres libellés en dollars canadiens					
31 août	9¼ % 1er mai 1996	6 ans, 8 mois et 1 jour	9,57	650	
6 sept.	9¼ % 6 septembre 1989				550
	10¼ % 6 septembre 1991	2 ans	10,35	800	
21 sept.	9¼ % 1er décembre 1999	10 ans, 2 mois et 10 jours	9,45	750	
1er oct.	10 % 1er octobre 1989				450
	10½ % 1er octobre 1989				775
	9¼ % 1er juillet 1992	2 ans et 9 mois	9,92	100	
	9¼ % 15 décembre 1994	5 ans, 2 mois et 14 jours	9,58	125	
	9¼ % 1er décembre 1999	10 ans et 2 mois	9,46	850	
	9½ % 1er juin 2010	20 ans et 8 mois	9,44	425	
				1 500	
19 oct.	9½ % 1er septembre 1993	3 ans, 10 mois et 13 jours	10,11	750	
1er nov.	10¾ % 1er novembre 1989				350
	12¼ % 1er novembre 1989				325
	9¼ % 15 décembre 1994	5 ans, 1 mois et 14 jours	9,62	750	
16 nov.	9¼ % 1er décembre 1999	10 ans et 15 jours	9,40	750	
6 déc.	9¼ % 6 décembre 1989				500
	10½ % 6 décembre 1991	2 ans	10,61	900	
15 déc.	11¼ % 15 décembre 1989				1 075
	9½ % 1er septembre 1993	3 ans, 8 mois et 17 jours	10,22	125	
	10 % 1er mars 1995	5 ans, 2 mois et 17 jours	9,97	450	
	9¼ % 1er décembre 1999	9 ans, 11 mois et 17 jours	9,66	475	
	9½ % 1er juin 2010	20 ans, 5 mois et 17 jours	9,46	450	
				1 500	
	Ensemble des obligations en dollars canadiens			18 850	8 943
	Ensemble des bons du Trésor			297 050	271 600
Titres libellés en monnaies étrangères					
15 févr.	150 millions de dollars É.-U. obligations à 10⅛ % échéance 15 juillet 1995				177[1]
15 févr.	42 millions de dollars É.-U. obligations à 8¾ % échéance 1er avril 1998				50[1]
15 févr.	66 millions de dollars É.-U. obligations à 9¼ % échéance 15 octobre 1998				78[1]
20 mars	252 millions de FS billets à 3¾ % échéance 20 mars 1989				186
24 avril	67 millions de dollars É.-U. obligations à 10⅛ % échéance 15 juillet 1995				80[1]

(À suivre)

Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

Date en 1989	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance %	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements[2]
Titres libellés en monnaies étrangères					
24 avril	9 millions de dollars É.-U. obligations à 8⅞ %	échéance 1er avril 1998			11[1]
24 avril	7 millions de dollars É.-U. obligations à 9¼ %	échéance 15 octobre 1998			8[1]
26 avril	6 millions de dollars É.-U. billets à 8½ %	échéance 26 avril 1989			7[3]
30 avril	200 millions de DM billets à 8½ %	échéance 30 avril 1989			126
3 mai	300 millions de FS emprunt à 5⅝ %	échéance 3 mai 1989			211
15 juill.	450 millions de dollars É.-U. obligations à 9¼ %	échéance 15 juillet 1989			536
15 oct.	277 millions de dollars É.-U. obligations à 9¼ %	échéance 15 octobre 1998			326[4]
15 nov.	175 millions de dollars É.-U. billets à 12½ %	échéance 15 novembre 1989			205[5]
27 nov.	80 milliards de yens emprunt à 7 %	échéance 27 novembre 1993			652[6]
	Ensemble des billets et obligations en monnaies étrangères			–	2 653
	Ensemble des bons du Canada			5 638	6 002[7]

1. Annulation d'obligations achetées sur le marché
2. Montant en monnaies étrangères converti en dollars canadiens au cours du midi à la date de remboursement
3. Obligations émises par Canadair Limitée le 26 avril 1982 et prises en charge par le gouvernement canadien le 12 février 1986
4. Soit un achat de 24 millions de dollars É.-U. sur le marché et un solde de 253 millions de dollars É.-U. (portion d'une émission initiale de 350 millions de dollars É.-U. lancée le 15 octobre 1978) remboursé par anticipation
5. Obligations émises par Canadair Limitée le 15 novembre 1982 et prises en charge par le gouvernement canadien le 7 novembre 1985
6. Solde d'une émission de 80 milliards de yens lancée le 27 novembre 1985, remboursée par anticipation moyennant une prime de 0,5 %
7. Les bons du Canada sont des billets libellés en dollars É.-U. émis pour une échéance ne dépassant pas 270 jours.

ÉTATS FINANCIERS

AUDITORS OF THE BANK OF CANADA

VÉRIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

COOPERS & LYBRAND **PEAT MARWICK**

RAPPORT DES VÉRIFICATEURS

Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1989 ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues, et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1989 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

Coopers & Lybrand Peat Marwick

Comptables agréés

Ottawa, Canada

le 6 février 1990

Banque du Canada État des revenus et dépenses

pour l'exercice terminé le 31 décembre 1989 (avec chiffres comparatifs pour 1988)

	1989	1988
	En millions de dollars	
REVENUS :		
Revenus de placements et d'autres sources après déduction des intérêts payés sur les dépôts, soit 42,8 $ (21,3 $ en 1988)	2 424,5 $	2 109,7 $
DÉPENSES :		
Traitements[1]	72,1	67,6
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel[2]	9,1	8,7
Autres frais de personnel[3]	2,3	2,2
Honoraires des administrateurs	0,1	0,1
Honoraires et frais des vérificateurs	0,5	0,5
Impôts municipaux et taxes d'affaires	9,5	8,8
Coût des billets de banque	40,0	35,1
Informatique et coûts reliés aux ordinateurs	6,3	5,8
Entretien des immeubles – après déduction des revenus de location[4]	19,7	19,6
Impression des publications	1,0	0,5
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	2,4	2,2
Postes et messageries	1,8	1,6
Télécommunications	1,8	1,7
Déplacements et mutations	2,7	2,3
Autres dépenses	2,9	2,1
	172,2	158,8
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	13,5	13,2
	185,7	172,0
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	2 238,8 $	1 937,7 $

1. Traitements, y compris le temps supplémentaire des employés autres que ceux qui sont affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-employés utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 2 255 en 1989, contre 2 234 en 1988.
2. Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel non affecté à l'entretien des immeubles
3. Les autres frais de personnel comprennent les gratifications de départ à la retraite et les dépenses consacrées à la formation professionnelle.
4. Les frais d'entretien des immeubles comprennent l'entretien des bâtiments et de l'équipement ainsi que les frais de personnel connexes.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

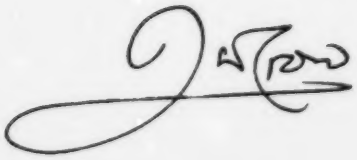
Banque du Canada État de l'actif et du passif

au 31 décembre 1989
(avec chiffres comparatifs pour 1988)

ACTIF	1989	1988
	En millions de dollars	
Dépôts payables en devises étrangères :		
Devises américaines	352,4 $	369,1 $
Autres devises	17,5	263,0
	369,9	632,1
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements (notes 2 et 8)	311,6	485,3
Placements — à leurs valeurs amorties (note 3) :		
Bons du Trésor du Canada	10 815,7	9 685,0
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans	3 424,6	3 051,4
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	6 584,8	7 609,8
Autres placements	2 764,8	2 357,9
	23 589,9	22 704,1
Immeubles de la Banque (note 4)	138,4	139,8
Intérêts courus sur placements	293,8	320,8
Autres éléments de l'actif	76,0	37,0
	24 779,6 $	24 319,1 $

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

PASSIF	1989	1988
	En millions de dollars	
Capital versé (note 5)	5,0 $	5,0 $
Fonds de réserve (note 6)	25,0	25,0
Billets en circulation	22 092,6	21 032,4
Dépôts :		
Gouvernement du Canada	20,7	14,2
Banques à charte	1 786,6	2 177,1
Autres membres de l'Association canadienne des paiements	229,7	259,7
Autres dépôts	397,3	307,5
	2 434,3	2 758,5
Passif payable en devises étrangères :		
Gouvernement du Canada	209,0	472,9
Chèques de la Banque du Canada non compensés	7,6	18,8
Autres éléments du passif	6,1	6,5
	24 779,6 $	24 319,1 $



Le gouverneur, **J. W. CROW**

Le comptable en chef, **J.-P. AUBRY**

Banque du Canada Notes complémentaires aux états financiers

31 décembre 1989

1. Principales conventions comptables :

La présentation des états financiers de la Banque satisfait aux exigences de la *Loi sur la Banque du Canada* et de ses statuts administratifs en matière de comptabilité et de divulgation. Les principales conventions comptables de la Banque sont énumérées ci-dessous :

a) Revenus et dépenses :

Les revenus et les dépenses sont inscrits selon la méthode de la comptabilité d'exercice, à l'exception des intérêts sur les avances consenties à une banque dont la liquidation a été ordonnée, lesquels ne sont inscrits que lorsqu'ils sont perçus.

b) Placements :

Les placements, qui consistent surtout en bons du Trésor et en obligations du gouvernement du Canada, sont inscrits au prix coûtant ajusté en fonction de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur réalisation de ces placements sont imputés aux revenus.

c) Conversion des devises étrangères :

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice. Les gains ou les pertes sur la conversion des devises étrangères et les opérations qui s'y rapportent sont imputés aux revenus.

d) Immeubles de la Banque :

Les immeubles de la Banque, qui comprennent les terrains, les bâtiments et l'équipement, sont inscrits à leur coût, moins l'amortissement cumulé. L'amortissement est calculé, selon la méthode du solde dégressif, aux taux annuels suivants :

Bâtiments	5 %
Équipement informatique	35 %
Autre équipement	20 %

Une année complète d'amortissement est portée au compte des immobilisations durant l'exercice d'achat, à l'exception des projets en cours, qui sont amortis à compter de l'achèvement intégral. Aucun amortissement n'est porté au compte des immobilisations durant l'exercice d'aliénation.

e) Régime de retraite :

Les contributions de la Banque au régime de retraite sont passées en charges au moment où elles sont versées. Les surplus ou insuffisances actuariels, le cas échéant, sont amortis sur des périodes n'excédant pas celles qui sont prescrites par la *Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension*, et les contributions périodiques sont rajustées en conséquence.

f) Assurance :

La Banque n'est pas assurée contre les risques de perte auxquels elle est directement exposée, sauf en ce qui a trait à la responsabilité civile envers des tiers et lorsqu'elle est tenue de s'assurer en vertu de dispositions légales ou contractuelles. Les coûts découlant de ces risques sont inscrits aux comptes dès qu'il est possible d'en obtenir une estimation raisonnable.

2. Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements :

Les avances incluent des prêts d'un montant total de 46,4 millions de dollars (143,0 millions de dollars en 1988) consentis à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, dont la liquidation a été ordonnée par les tribunaux. En se basant sur les renseignements disponibles, la Banque du Canada est d'avis que ce montant sera intégralement recouvré à même les fonds provenant des opérations de réalisation.

3. Placements :

Les placements peuvent inclure des titres du gouvernement du Canada détenus en vertu de prises en pension. Au 31 décembre 1989 et 1988, la Banque ne détenait aucun titre en pension.

4. Immeubles de la Banque :

	1989			1988
	En millions de dollars			
	Coût	Amortissement cumulé	Net	Net
Terrains et bâtiments	171,9 $	69,2 $	102,7 $	107,4 $
Équipement informatique	27,5	22,1	5,4	6,9
Autre équipement	56,5	32,2	24,3	16,3
	255,9	123,5	132,4	130,6
Projets en cours	6,0	–	6,0	9,2
	261,9 $	123,5 $	138,4 $	139,8 $

5. Capital versé :

La Banque a un capital autorisé de 5,0 millions de dollars divisé en 100 000 actions d'une valeur nominale de 50 $ chacune. Les actions ont été payées intégralement, et, conformément à la *Loi sur la Banque du Canada*, elles ont été émises au nom du ministre des Finances, qui les détient pour le compte du Canada.

6. Fonds de réserve :

Le fonds de réserve établi en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada* représente la réserve générale de la Banque. Conformément à cette loi, des prélèvements sur le revenu net de la Banque ont été accumulés au fonds de réserve jusqu'à ce qu'il atteigne, en 1955, le montant maximal stipulé, soit 25,0 millions de dollars. Depuis, la totalité du revenu net est versée au Receveur général du Canada.

7. Passif éventuel :

En 1989, la Banque du Canada, tout comme les banques centrales d'autres pays industrialisés, a participé à des crédits-relais octroyés à la *Banco de Mexico* et à la *Narodowy Bank Polski* par l'entremise de la Banque des règlements internationaux. Au 31 décembre 1989, le passif éventuel de la Banque du Canada au titre du solde des crédits-relais consentis à la *Banco de Mexico* et à la *Narodowy Bank Polski* était respectivement de 33,4 millions de dollars É.-U. (38,7 millions de dollars CAN au taux de change de clôture du 31 décembre 1989) et de 8,6 millions de dollars É.-U. (10,0 millions de dollars CAN au taux de change de clôture du 31 décembre 1989).

8. Modalités légales :

La garantie de la Banque du Canada relativement aux avances à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque englobe les portefeuilles de prêts de ces établissements. Dans le cas de la Banque Commerciale du Canada, des arguments ont été présentés au tribunal en vue de déterminer si les intérêts reçus en vertu du portefeuille font partie de la garantie de la Banque. Dans le cas peu probable d'une détermination juridique définitive indiquant que l'intérêt n'est pas inclus comme garantie, des redressements pourraient être apportés par rapport aux montants des revenus comptabilisés.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

John W. Crow	Gouverneur *Membre du Comité de direction*
Gordon G. Thiessen	Premier sous-gouverneur *Membre du Comité de direction*
Jalynn H. Bennett	TORONTO (ONTARIO)
Brian R. Heidecker	CORONATION (ALBERTA)
Frederick E. Hyndman	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD) *Membre du Comité de direction*
Harold W. Lane, c.r.	SASKATOON (SASKATCHEWAN)
Leslie M. Little, c.r.	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE) *Membre du Comité de direction*
James A. MacMurray	SAINT JOHN (NOUVEAU-BRUNSWICK)
Nancy Orr-Gaucher	WESTMOUNT (QUÉBEC)
Susan H. Patten	ST. JOHN'S (TERRE-NEUVE)
Ernest G. Penner	STEINBACH (MANITOBA)
John F. Robinson	LONDON (ONTARIO) *Membre du Comité de direction*
Guylaine Saucier	MONTRÉAL (QUÉBEC) *Membre du Comité de direction*
Membre d'office	
Frederick W. Gorbet	Sous-ministre des Finances *Membre du Comité de direction*

PRINCIPAUX CADRES

John W. Crow, *gouverneur*
Gordon G. Thiessen, *premier sous-gouverneur*

J. N. Ross Wilson, *sous-gouverneur*
Charles Freedman, *sous-gouverneur*[1]
W. Albert McKay, *directeur administratif*
Frank Faure, *conseiller*
Alvin C. Lamb, *conseiller*
Louise Vaillancourt-Châtillon, *conseillère et secrétaire*

Conseillers associés
John S. Roberts[2]
Jacques Clément, *chef, Valeurs, Bureau de Montréal*
Donald R. Stephenson

Département des Valeurs
Vaughn O'Regan, *chef*
L. Theodore Requard, *sous-chef*
Ian D. Clunie, *chef, Analyse du marché des valeurs et Opérations d'open market*
James F. Dingle, *conseiller en valeurs*[4]
Patrick E. Demerse, *conseiller en valeurs*
Kevin J. Clinton, *conseiller en valeurs*
Stephen L. Harris, *conseiller en valeurs*
Donald R. Cameron, *chef, Bureau de Toronto*

Département des Recherches
David E. Rose, *chef*
John G. Selody, *sous-chef*

Département des Études monétaires et financières
Pierre Duguay, *chef*
R. Bruce Montador, *sous-chef*
David J. Longworth, *conseiller en recherches*
Clyde A. Goodlet, *conseiller en recherches*

Département des Relations internationales
John D. Murray, *chef*
Stephen S. Poloz, *sous-chef*
Nicholas Close, *cambiste-conseil principal, Toronto*
Brian O'Reilly, *conseiller en recherches*

Bernard Bonin, *sous-gouverneur*
William R. White, *sous-gouverneur*
Serge Vachon, *conseiller*[2]
Tim E. Noël, *conseiller*
W. Paul Jenkins, *conseiller*
John E. H. Conder, *conseiller*
†*Voir ci-dessous.*

Département des Opérations bancaires
Donald G. M. Bennett, *chef*
Roy L. Flett, *conseiller spécial*
William R. Melbourn, *sous-chef*
Gordon B. May, *sous-chef*
C. Ross Tousaw, *agent, Toronto*
Alexander G. Keith, *agent, Calgary*

Département de la Dette publique
George M. Pike, *chef*
Bonnie J. Schwab, *sous-chef*

Secrétariat
Louise Vaillancourt-Châtillon, *secrétaire*
Guy Thériault, *sous-secrétaire*
SYSTÈMES DE LA DETTE
James M. McCormack, *coordonnateur de programmes*

Département de l'Automatisation
Daniel W. MacDonald, *chef*

Département du Personnel
Vivian L. Bethell, *chef*
Claude J.-B. Montambault, *sous-chef*
Paul E. Cloutier, *conseiller principal en gestion de personnel*

Département de la Gestion des immeubles
Colin J. Stephenson, *chef*
Kenneth W. Kaine, *sous-chef*

Département de Contrôle
Jean-Pierre Aubry, *contrôleur et chef de la comptabilité*
Frank J. Mahoney, *sous-contrôleur*

Département de la Vérification
Janet Cosier, *vérificatrice*
Peter W. Koppe, *sous-vérificateur*

1. En congé pour occuper le poste d'économiste invité Clifford Clark au ministère des Finances
2. Également président du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements
3. En congé pour occuper par intérim le poste de directeur général de l'Association canadienne des paiements
4. Également président suppléant du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements

† Jacques A. Bussières, conseiller du gouverneur, est en congé pour occuper les fonctions de gouverneur de la Banque de Zambie.

REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES

Département des Valeurs

Montréal
Jacques Clément, *chef, Bureau de Montréal*
Vancouver
Louis-Robert Lafleur, *représentant*

Toronto
Donald R. Cameron, *chef, Bureau de Toronto*

Département des Relations internationales

Montréal
Gautam Hooja, *cambiste-conseil*

Toronto
Nicholas Close, *cambiste-conseil principal*

Département des Opérations bancaires

Halifax
Robert E. Burgess, *agent*
Saint John
Kenneth T. McGill, *agent*
Montréal
J. G. Michel Sabourin, *agent*
J. R. M. Serge Poirier, *agent adjoint – Opérations*
David J. McDougall, *agent adjoint – Planification*
Ottawa
Robert Dupont, *agent*

Toronto
C. Ross Tousaw, *agent et conseiller aux opérations bancaires*
William H. Watson, *sous-agent*
Dale M. Fleck, *chef de service – Traitement des obligations, services aux clients et services bancaires*
Harry S. Hooper, *chef de service – Traitement des billets*
Winnipeg
Alan H. Potter, *agent*
Regina
Graham L. Page, *agent*
Calgary
Alexander G. Keith, *agent et représentant financier régional*
Claude P. Desautels, *sous-agent*
Vancouver
William G. Percival, *agent*